الإدارة المالية المتقدمة

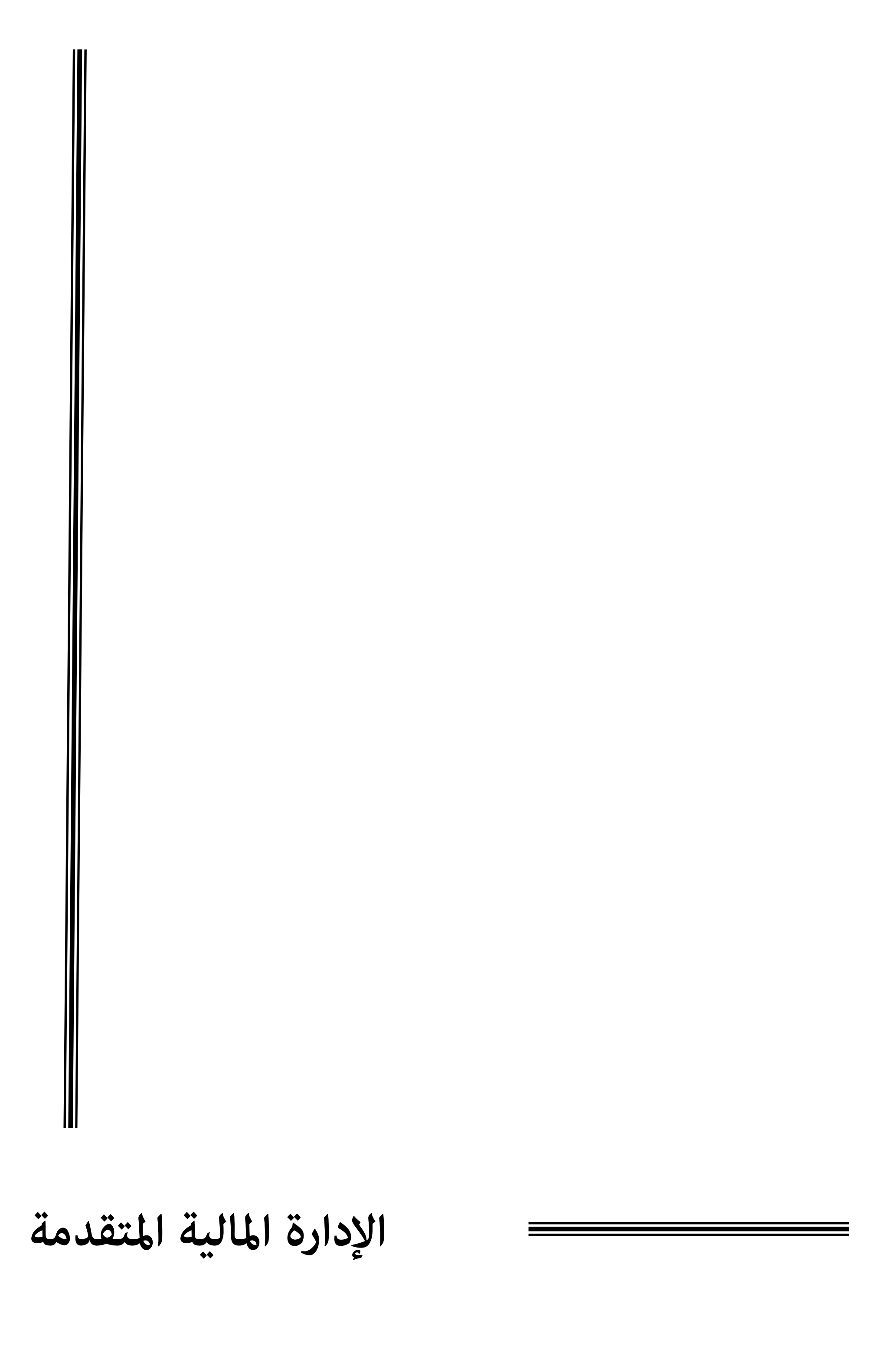


الأستاذ الدكتور

محمد الفاتح محمود بشير المغربي



الأكاديمية الحديثة
للكتاب الجامعي



الإدارة المالية المتقدمة

بسم الـلـه الرحمن الرحيم

قال تعالى:

﴿ قَالُواْ سُبْحَانَكَ لاَ عِلْـمَ لَنَـا إِلاَّ مَـا عَلَّمْتَنَـا إِنَّـكَ أَنـتَ الْعَلِـيمُ الْحَكِيمُ﴾

صدق الـلـه العظيم

سورة البقرة الآية (32)

الإدارة المالية المتقدمة

الأستاذ الدكتور

محمد الفاتح محمود بشير المغربي

أستاذ إدارة الأعمال وعميد كلية الاقتصاد والعلوم الاجتماعية

جامعة القرآن الكريم والعلوم الإسلامية – السودان

المدرب المعتمد بالمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

البحرين - المنامة

2022م



الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي

الكتاب : الإدارة المالية المتقدمة

المؤلف : أ. د. محمد الفاتح محمود بشير المغربي

رقم الطبعة : الأولى

تاريخ الإصدار : 2022م

الناشر : الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي

العنوان : 82 شارع وادي النيل المهندسين ، القاهرة ، مصر

تلفاكس : 561 33034 (00202) 0122/1734593

البريد الإليكتروني: m.academyfub@yahoo.com

رقم الإيداع : 10918 / 2021

الترقيم الدولي : 2 – 025 – 831 – 977 - 978

المقدمة

الحمد لله الواحد الأحد الفرد الصمد الذي لم يلد ولم يولد ولم يكن له كفواً أحـد، وصـلاة الـلـه وسلامة علي سيدنا محمد مفتاح الرحمة وعين النعمة وعلى آله وصحبه وسلم .. وبعد.

تعد الإدارة المالية من أهم الوظائف الإدارية بالمشروعات المختلفة وعلى الأخص في وقتنا الحاضر وتأتي أهـميتها هذه من الدور الذي تلعبه في تنظيم أموال المشروع بطريقة أقرب ما تكون إلى دور القلب في تنظيم الدورة الدموية بالجسم.

فعلياً يمكن القول بأن الإدارة الماليـة تبـدأ عملهـا منـذ التفكـير في تأسـيس المـشروع ثـم تستمر في تأديته طيلة حياته بعد ذلك،

كيف لا؟! وقد أصبح ينظر إلى المشروعات بأنها أشبه بالكائنات الحية التي تنمو وتتطـور بمـرور الـزمن معرضـة مـن خـلال حياتهـا إلى أزمـات ونوبـات بـسبب الظـروف الاقتـصادية والاجتماعية المحيطة. الأمر الذي يستوجب قيامها بوضع الخطط الجيدة لمواجهـة مثـل تلـك الظروف إن أراد الاستقرار والبقاء.

هذا بدوره يدعو بالدرجة الأولى إلى الاهـتمام بـشكل متزايـد بكيفيـة إدارة المـشروعات لأعمالها وإتباع الأساليب العلمية في ذلك وهـو في حـد ذاتـه أحـد الأسـباب وراء إعـداد هـذا الكتاب إضافة إلى الحاجة الماسة والنقص الشديد الـذي تعـاني منـه المكتبـة العربيـة في هـذا المجال وعلى الأخص ما يتولى معالجة قضايا الإدارة المالية بطريقة تحليليـة تواكـب متغـيرات العصر الحديث.

ولقد قسم الكتاب إلى ثلاثة عشر فصل وباستعراض سريع لما تناولتـه هـذه الفـصول، يمكـن القول أن الفصل الأول مقدمة عن الإدارة المالية، وتناول الفصل الثاني التخطيط والرقابـة الماليـة، وتناول الفصل الثالث التحليل المالي، والفصل الرابع فقد طرح موضوع العائد والمخاطر، والفـصل الخامس تناول قرارات الاستثمار والتمويل، وتنـاول الفـصل الـسادس أدوات التمويـل في الإسـلام

(المضاربة ـ المشاركات ـ المرابحة)، والفصل السابع أدوات التمويل في الإسلام (الإجارة المنتهية بالتمليك وبيع السلم، والسلم والسلم الموازي)، والفصل الثامن تناول أدوات التمويل في الإسلام (المزارعة ـ المساقاة ـ الاستصناع ـ التورق ـ البيع الآجل ـ القرض الحسن)، والفصل التاسع تناول أساليب تقييم المشروعات، أما الفصل العاشر فقد تناول الأسواق المالية والبورصات، وخصص الفصل الحادي عشر لماهية الأوراق المالية ومخاطر الاستثمار فيها وطرق قياسها، والفصل الثاني عشر تناول تشكيل المحافظ الاستثمارية، وأخيراً الفصل الثالث عشر الهندسة المالية والمحافظ الاستثمارية الإسلامية.

وفي الختام فإننا نضع بين أيدي دارسينا الأعزاء هذا الجهد المتواضع والذي يمثل محاولة بسيطة من قبلنا للإسهام في تزويد المكتبة العربية بكتاب في ميادين الإدارة.

سائلين اللـه التوفيق والسداد للجميع ،،،

بروفيسور

محمد الفاتح محمود بشير المغربي

الخرطوم: الفاتح من يناير 2020م

الفصل الأول

مقدمة عن الإدارة المالية

تعتبر الإدارة المالية وظيفة متكاملة للقرارات المالية في المؤسسة، وقد تغيرت هذه الوظيفة خلال الزمن مثل غيرها من الوظائف المتخصصة في مؤسسات الأعمال حتى وصلت إلى منهج أكاديمي شامل ومتعارف عليه غايته تحقيق هدف استراتيجي متمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي.

مفاهيم الإدارة المالية وتطورها التاريخي:

تعددت تعاريف الإدارة المالية بتعدد الكتابات في هذا الموضوع، إلا أن هذه التعاريف ضلت مستمدة من مهام ومسؤوليات المدير المالي، ورغم وجود بعض الاختلافات في مهام ومسؤوليات رجال الإدارة المالية والتي تختلف من مشروع لآخر باختلاف قطاع النشاط وطبيعته وكذا حجمه.

لكن بعض المهام تبقى أساسية بغض النظر عن هذا الاختلاف، خاصة مهام البحث عن مصادر التمويل واستخدامها وإدارتها.

مفهوم الإدارة المالية:

من بين التعاريف الخاصة بالإدارة المالية نجد:

- الإدارة المالية هي تلك الإدارة التي تقوم بنشاطات مالية متنوعة من خلال تنفيذها لوظائف فنية متخصصة كالتحليل المالي، تقييم المشروعات، إعداد وتفسير التقارير المالية، الميزانيات التقديرية، الاندماج، إعادة التنظيم المالي وغيرها، ومن خلال تنفيذها لوظائف إدارية كالتخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة ولكن بصيغة مالية، وبانجاز الوظائف بكفاءة تستطيع تحقيق الأهداف المحددة لها، وبالتالي المساهمة في تحقيق أهداف المنشأة[1].

- تنطوي الإدارة المالية على كل ما يتعلق بالأموال في المنشأة من تخطيطها والحصول عليها والاستخدام الأمثل لها، وهذا النشاط المالي يبدأ في المنشأة من وقت التفكير في إنشائها إلى آخر لحظة من حياتها، كما أنه

(1) كام المغربي وآخرون، أساسيات في الإدارة، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى 1995، ص317.

نشاط له نفس الأهمية للمنشأة سواء في حالة توسع أو انكماش أو ثبات، تبنى فوق جميع الحالات، وتوجد بصفة دائمة لاحتياجات مالية ينبغي إشباعها بطريقة مناسبة[1].

- حسب الدكتور سيد الهواري: " تعتبر كل وظيفة من وظائف الإدارة العليا مسئولة عن عملية الحصول على الأموال اللازمة والتخطيط ومتابعة ذلك، فالإدارة المالية هي إدارة أي مشروع من منظور مالي "[2].

تطور مفهوم الإدارة المالية:

في مستهل القرن الماضي كانت عملية الإنتاج وإنشاء المؤسسات الجديدة وإجراءات تدبير الأموال اللازمة للمشروعات هي محور اهتمام المفكرين، وفي العشرينات أصبح الاهتمام مركزا تقريبا على طرق وإجراءات تدبير الموارد المالية لتمويل الاستثمارات.

وبحلول الكساد العظيم (THE GREAT DEPRESSION) بين 1929-1933 أصبحت إجراءات الإفلاس التجاري وإدارة السيولة وتجنب المشكلات المالية من أهم الموضوعات التي حازت على الاهتمام، ولقد صاحب هذه الفترة ازدياد التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي. وصدرت التشريعات التي تقضي بضرورة نشر البيانات المالية، ولقد فتحت تلك التشريعات مجالات جديدة للاهتمام، تمثلت في التحليل المالي وتقييم كفاءة الأداء، غير أن هذه المجالات لم تتبلور إلى قبيل نهاية الخمسينات، وهكذا أدى الكساد العظيم إلى تراجع التوسع والنمو من مقدمة إلى ذيل قائمة الاهتمامات، بينما أصبح استمرار المنشأة في السوق هو المشكلة التي تتصدر هذه القائمة.

وفي الأربعينات والخمسينات تركز الاهتمام على معالجة آثار الكساد العظيم، حيث أصبحت موضوعات الإفلاس والاندماج، وإعادة تنظيم المنشآت، وتوفير الأموال اللازمة للتوسع، موضوعات ذات أهمية خاصة، وقبيل نهاية الخمسينات حدث تطور جوهري تمثل في البعد عن المسائل

---

(1) جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال مدخل وظيفي، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999، ص 523.

(2) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل الطويل الأجل، عين شمس 1982، ص3.

الوصفية التي صاحبت الإدارة المالية منذ نشأتها، وبدأ التركيز على المسائل الكمية كالتحليل المالي، والتخطيط لاستخدام الموارد المالية بما فيها عملية التخطيط للاستثمارات الرأسمالية (CAPITAL BUDGETING)، ومن الجدير بالذكر أن هذا التطور حمل في طياته أمرا ذا مغزى، وهو التحول عن معالجة الإدارة المالية من وجهة النظر الخارجية إلى معالجتها من وجهة نظر إدارة المشروع.

وشهدت الستينات اهتماما كبيرا بدراسة تكلفة رأس المال نتيجة للأعمال الرائدة لقطبي الإدارة المالية فرانكو مدكلياني و مارتن ميلر. كما شهدت تلك الحقبة أيضا اهتماما بالاستثمار، وذلك بفضل نظرية المحفظة التي وضع أساسها هاري ماركونز في بداية الخمسينات، والتي قام على صرحها في منتصف الستينات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) (Capital Asset Pricing Model الذي ساهم فيه كل من شارب، لثنر، فاما ومورنس.

وفي السبعينات استمر الاهتمام بالاستثمار، وتعرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتحديات نتيجة لظهور نموذج منافس هو نموذج تسعير المراجعة (ARBITRAGE PRICING MODEL)، كما ظهر في السبعينات أيضا نموذج لتقييم الأصول المالية ولاقى قبولا من الأكاديميين والممارسين على السواء، وهو نموذج تسعير الاختيار (OPTION PRICING MODEL)، والذي كان له الفضل فيه فيشر بلاك، ومايرون شولز.

وفي الثمانينات ازداد الاهتمام بالتضخم وتأثيره على أسعار الفائدة وعلى قرارات الاستثمار بالتبعية، كما حظي بالاهتمام أيضا تأثير كل من الضرائب الشخصية على الدخل وتكلفة الوكالة والإفلاس على هيكل رأس المال. يضاف إلى ذلك الاهتمام بظاهرة تحول شركات المساهمة إلى شركات يملكها عدد محدود من الأفراد، من خلال قيام إدارة المنشأة باستهلاك الأسهم وإحلالها بسندات (TAKEOVER OR LEVERAGED BUYOUT)، أو من خلال إجراء توزيعات نقدية على المساهمين في مقابل حصول أعضاء

مجلس الإدارة (من المساهمين) على نصيبهم من التوزيعات على شكل أسهم (LEVERAGED CASHOUT)[1].

وفي مرحلة ما بعد الثمانينات، وبعد نجاح الجهود في بناء نماذج رياضية كمية، والتي ساعدت في إعطاء حلول صحيحة ودقيقة لكثير من المشاكل المالية المعقدة في ضوء نظرية اتخاذ القرارات، فقد وصلت إلى نظرية كاملة وشاملة رغم حدة التغيرات التي حدثت مثل:

- زيادة حدة التضخم وانعكاسات آثاره بشكل واسع على قرارات عموم الأعمال، ومنها قرارات الإدارة المالية.

- الزيادة الضخمة في استعمال الحاسبات الالكترونية في التحليل المالي والنقل الالكتروني للمعلومات.

- اتجاه الكثير من الدول إلى خصخصة مشروعاتها الاقتصادية، بحيث أصبحت الخصخصة منهج اقتصادي وإطار إصلاحي جديد.

- بروز عالمية المنشآت وعالمية الأسواق وفقا ما يعرف بالعولمة والتي تنظر إلى العالم من الناحية الاقتصادية ككوكب واحد.

- تقليل حدة التشريعات والقواعد المنظمة للمؤسسات المالية والتوجه نحو المؤسسات المالية الكبيرة ذات الخدمات والأنشطة المتنوعة[2].

يبدو من هذا العرض المختصر أن التطور الفكري في مجال الإدارة المالية قد سار بخطى واسعة تتماشى مع سرعة وطبيعة الأحداث المحيطة بمنشآت الأعمال، ووفقا لهذه الأحداث والتغيرات الجذرية فقد نشطت الإدارة المالية كتخصص لتستوعب في نشاطها كل هذه التغيرات.

أهمية الإدارة المالية وأهدافها:

1-أهمية الإدارة المالية [3]:

تأتي أهمية الإدارة المالية أو الوظيفة المالية من كون أن القرارات المالية عظيمة التأثير على حياة المنظمة، وليس هذا فحسب، ولكن جميع القرارات

---

(1) منير هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط4، 1999، ص7/5

(2) همال سمية، سديرة حرية، دور الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المالية، مذكرة لنيل شهادة ليسانس 2006/2005، جامعة الجزائر.

(3) نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية مصر المنصورة2001، ص 19.

الإستراتيجية بالمنظمة سواء كانت مالية أو غير مالية، يترتب عليها العديد من التكاليف أو الإيرادات المؤثرة على نتائج المنظمة.

ولذلك وجب على المدير المالي أن يحسن تقدير الأمور وعرض القضايا على مجلس الإدارة، مع إعداد تقارير وافية، تعطي رؤية واضحة مؤيدة بالدراسات والتقارير بمختلف الأمور ذات التأثير المالي، ويساعد المدير المالي على كل ما سبق إلمامه بالجوانب المحاسبية.

ويتطلب هذا الأمر العديد من العلاقات والمعارف بميادين المعرفة الأخرى بالمنظمة، كالجوانب الاقتصادية والمحاسبية والإحصائية والكمية، التي تساعد المدير المالي في فهم العلاقات والربط بين المتغيرات واستخراج المؤشرات والنتائج.

2-أهداف الإدارة المالية[1]:

يمكن القول أن ما ترمي إليه الإدارة المالية من خلال قراراتها المالية هو تحقيق هدفين رئيسيين هما:

- هدف تعظيم الأرباح أو تحقيق أقصى العوائد الممكنة للمؤسسة.
- هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

إلى جانب تحقيق هدف آخر لا تقل أهميته عن الهدفين المذكورين سابقا وهو:

- هدف السيولة أو تجميع أكبر رصيد نقدي للمؤسسة.

- هدف تعظيم الأرباح (تحقيق أقصى العوائد الممكنة للمؤسسة):

يعتبر محور تحقيق الأهداف محور قرارات الإدارة المالية في المؤسسات الخاصة، وفي اقتصاديات السوق عموما، حيث تنشأ أهمية هذا الهدف من كون تحقيق الربح والرغبة في تعظيمه يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرارية المؤسسة في الحياة الاقتصادية، كما أنه يمثل المؤشر المهم لتقييم الأداء الاقتصادي، بالإضافة إلى اعتباره مصدرا من مصادر التمويل الداخلة، أو ما

(1) همال سمية، سديرة حرية، مرجع سبق ذكره، ص

يسمى التمويل الذاتي (SELF FINANCING)، كما يمثل هدف تعظيم الأرباح الهدف الأول للمؤسسات الاقتصادية، فهو من الأهداف الإستراتيجية لهذه المؤسسات، ولهذا فقد ارتبط هذا الهدف مع الملاك ارتباطا وثيقا مما يساعد في اعتباره محورا لجملة قراراتها سواء المتعلقة بالاستثمار أو قرارات التمويل، إذ تكون الغاية دائما في تكييف القرارات بما يتلاءم والرغبة في تعظيم الأرباح داخل المؤسسة، فقدرة الإدارة المالية في تعظيم الربح سوف تتعزز أكثر عندما يكون الربح واضح التحديد من ناحية المعنى والقياس، وأن جميع العوامل المساهمة فيه معروفة ويجب أخذها بالحسبان.

فالسياسات الاقتصادية الحديثة قد عززت مسعى هذه الشركات نحو ضرورة تحقيق الأرباح، ومحاسبتها عند عدم تحقيق ما هو مخطط له، وانطلاقا من أن الربح لا يؤول إلى الأفراد، وإنما يحول إلى الدولة كمصدر مهم من مصادر تمويل الخزينة العامة، لاستخدامه في مشروعات استثمارية جديدة، أو لأجل تعويض خسائر مشروعات مخطط لها، ولهذا يعتبر الربح تعويضا عن المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار الحكومي الموجه داخل الاقتصاد بشكله العام.

-هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد:

يعتبر هدف تعلية القيمة السوقية للسهم كأحد الأهداف الرئيسية التي يجب على الإدارة المالية تحقيقها، والذي برز في السنوات الأخيرة، والهدف منه إيجاد قيمة أعلى للمؤسسة، وتكوين هاته القيمة الإجمالية، كما يمكن الاستفادة منها لأغراض متعددة منها: حالة البيع والشراء، التصفية، الانفصال أو التأمين ...الخ.

ومن الأمور التي تستلزم معرفة قيمة المؤسسة أمران أساسيان:

- مقدار العوائد (EXPECTED RETURNS) المتوقع الحصول عليها في المستقبل، وتتحدد هذه العوائد بالعائد السنوي الممكن تحقيقه.

- درجة المخاطرة: وتقاس من خلال الفائدة السائدة في السوق المالية، أو معدل عائد الاستثمار المرغوب أو المنسوب أي نسبة الرسملة.

وعليه فإن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال العاملين السابقين والتي يمكن إيجادها عن طريق العلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \frac{\text{العوائد المتوقعة}}{\text{نسبة الرسملة (درجة المخاطرة)}}$$

وعليه فكلما سعت الإدارة المالية إلى تعلية الفوائد السنوية المتوقعة، صاحب ذلك الارتفاع نسبة الرسملة التي تعبر عنها درجة المخاطرة، ومن ثم يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة التي تسعى الإدارة المالية إلى تعليتها.

-تجميع أكبر رصيد نقدي للمؤسسة أو هدف السيولة:

يعتبر هذا الهدف من الأهداف التقليدية التي رفضت من غالبية علماء الإدارة المالية، وذلك لأن هدف تجميع أكبر رصيد نقدي للمؤسسة يمكن تحقيقه على حساب أهداف أخرى تسعى المؤسسة لتحقيقها، فالسؤال الذي يمكن طرحه هو: كيف يتم تجميع أكبر رصيد نقدي طالما تسعى الشركة أو المؤسسة للاستمرار في حياتها وتوزيع أرباح المساهمين فيها؟

يتحقق هذا الهدف بواحدة من الطريقتين هما:

أ- أن تتخلى المؤسسة عن بعض أصولها أو موجوداتها من خلال التصرف بها بالبيع حتى تتمكن من الحصول على الأموال.

ب-أن تحجز كامل الأرباح لديها دون توزيعها على المساهمين، وفي هذه الحالة يؤدي ذلك إلى الإضرار بمصالح المساهمين.

وفي كلتا الحالتين فان ذلك يؤدي إلى تجميع أموال لدى المؤسسة، ومن ثم إعادة استثمارها، لكنه يتعين على الوظيفة المالية كأداة من أدوات الإدارة العليا للمؤسسة أن تخلق حالة من التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة إليها، والتدفقات النقدية الخارجة منها، وفي هذه الحالة يتعين عليها أن تجعل من الصندوق حالة موجبة أو تنشئ حالة توازن فيه.

ويقصد بحالة التوازن: جعل الصندوق موجبا في لحظة معينة من خلال تعامله مع الأطراف الأخرى، ولذلك فان خلق هذه الحالة عادة ما تنبع من العلاقة بين الدورات المالية الثلاث في المؤسسة وهي:

- دورة الاستثمار.
- دورة التشغيل.
- الدورة المالية.

واجبات وسلطات المدير المالي:

يخلط الكثيرون بين عمل المدير المالي ومدير الحسابات أو ما يطلق عليه المراقب المالي، وفي الحقيقة أن لكل منهم عملا مختلفا إذ يبدأ عمل المدير المالي من حيث انتهى عمل المراقب المالي أو بمعنى آخر فإنهما يكملان بعضهما البعض فالمراقب المالي يمارس عمله في الأعمال المحاسبية وأعمال الخزانة والاهتمام بالسيولة وتنفيذ الأعمال المالية اليومية والتعامل مع الضرائب والجهات الحكومية والمساهمين في حالة توزيع الأرباح وينتهي عمل المراقب بإعداد القوائم المالية حيث يبدأ عمل المدير المالي في تحليل هذه القوائم للاستفادة من بياناتها في تنفيذ مهامه في التمويل والاستثمار وإدارة الأصول والموازانات الرأسمالية وتخطيط الأرباح والتدفقات النقدية.

يستمد المدير المالي الناجح سلطاته في ممارسة عمله من ثلاثة مصادر هي:

أ. سلطة المنصب ومقدار التفويض أو التخويل الممنوح له قانوناً أو أمراً.

ب. قبول المرءوسين لشخصيته ومدى محبتهم له وتعاونهم معه.

ج. خبرته وعلمه ومهارته.

فمقدار الصلاحيات الممنوحة للمدير المالي في النظام الأساسي للمنشأة ومدى تعاونه مع رؤسائه ومرءوسيه وخبرته ومهارته تشكل إلى حد بعيد مدى القوة أو الضعف في أداء المدير المالي.

ويمارس المدير سلطاته في ثلاثة محاور هي:

1. المحور التنفيذي حيث يصدر أوامره لمرءوسيه في نطاق العمل ويلزمهم بتنفيذها ويوقع العقوبة على من يخالفه ويكافئ من يحسن
2. المحور الوظيفي ويمثل سلطة المدير المالي على موظفي المنشأة الذين لهم علاقة بعمله فهو يلزم المراقب المالي والمحاسبين مثلاً بإعداد القوائم المالية بصورة معينة بالرغم من أنهم غير تابعين له تماماً كما

يفعل شرطي المرور حين يفرض أوامره على جميع السائقين وهم غير تابعين له وإلزامهم بقواعد معينة لتنظيم حركة السير.

3. المحور الاستشاري وفيه يقوم المدير المالي بإسداء النصح ورفع التوصيات للإدارة العليا أو لزملائه أو من يطلب مساعدته لحل بعض القضايا والمشاكل المالية سواء كانت هذه التوصيات مباشرة أو من خلال اللجان العديدة التي يشترك فيها المدير المالي، بيد أن الاستشارة ليست ملزمة. بمعنى أن تركها لا تترتب عليه عقوبة وأن الاستجابة لها تعتمد على مدى الثقة في شخصية المدير المالي إلى حد بعيد.

إن المدير المالي الناجح لابد أن يكون قوي الحجة قادراً على الإقناع إلى جانب تمتعه بقواعد الأخلاق والالتزام بالقيم السائدة والاهتمام بمظهره العام ليعطى انطباعاً جيداً عن منشأته أمام المؤسسات المالية والمصارف التي يتعامل معها.

كذلك يجب على المدير المالي أن يكون مؤهلاً أكاديمياً بالفنون والقواعد والأساليب المحاسبية والاقتصادية ولدية خبرة بكيفية التعامل مع المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين وغيرها.

المواءمة بين هدفي السيولة والربحية:

ذكرنا أن هدف الربحية يمكن أن يتحقق من خلال تشغيل أصول المنشأة بكفاية كما يمكن أن يتحقق هدف السيولة من خلال كفاية إدارة عناصر رأس المال العامل وقدرة المنشاة على الاقتراض.

إن تحقيق هدفي الربحية والسيولة ضروري لبقاء واستمرارية المنشأة وتحقيق هدفها الأساسي وهو زيادة قيمتها الحالية ولكن التعارض بين الهدفين المتمثل في تحقيق أحدهما سيكون على حساب التضحية بشيء من الآخر أي أن زيادة الاستثمارات في الأصول بدافع تحقيق الربح لابد أن يكون على حساب تجميد بعض الأموال في صورة سائلة بدافع الخوف من الوفاء بالالتزامات تجاه الغير أو العكس. هذا الوضع يجعل الإدارة المالية تواجه

مشكلة الموازنة بين عوامل الربح وعوامل السيولة، وحيث إنه لا توجد معادلة لتحقيق هذا التوازن فالأمر يعتمد على مهارة المدير المالي في توجيه الأموال نحو الاستثمارات دون المساس بسمعة المنشأة الائتمانية ودون تجميد لا ضرورة له لهذه الأموال.

غير انه يجب الإشارة إلى أن التعارض بين هدفي الربحية والسيولة ليس أمراً حتمياً في كل الأحوال بل قد يحدث أن يتحقق الهدفان معاً فتكون الربحية مرتفعة والسيولة مرتفعة أيضاً أو يتحقق أحد الهدفين فتكون ربحية المنشأة مرتفعة ومع ذلك تعانى من أزمة سيولة والعكس قد يكون صحيحاً.

مكانة الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي:

عند تحديد موقع الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي نجد اختلافا كبيرا في تنظيم الوظيفة المالية، وعلى رأس الأسباب وراء هذا الاختلاف نجد حجم المنظمة، فمثلا في المشروعات الفردية الصغيرة نجد أن صاحب المشروع يجمع بين الملكية والإدارة.

فنجده يتولى المسؤولية عن الإنتاج والتسويق والتمويل، على عكس الحال في المشروعات متوسطة وكبيرة الحجم، حيث توجد إدارة مستقلة على مستوى الإدارات الرئيسية الأخرى (الإنتاج، التسويق...)، حيث تتولى المهام المالية باسم الإدارة المالية، أو إدارة الشؤون المالية والذي يرأسها المدير المالي، والذي عادة ما يكون مسئول مباشر أمام المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، ويحدث في المنظمات الكبيرة في بعض الدول تقسيم الشؤون والمهام المالية إلى جزأين: الأول إعداد التنبؤات المالية وإعداد الموازنات التخطيطية وتقويم كفاءة استخدام الأموال.

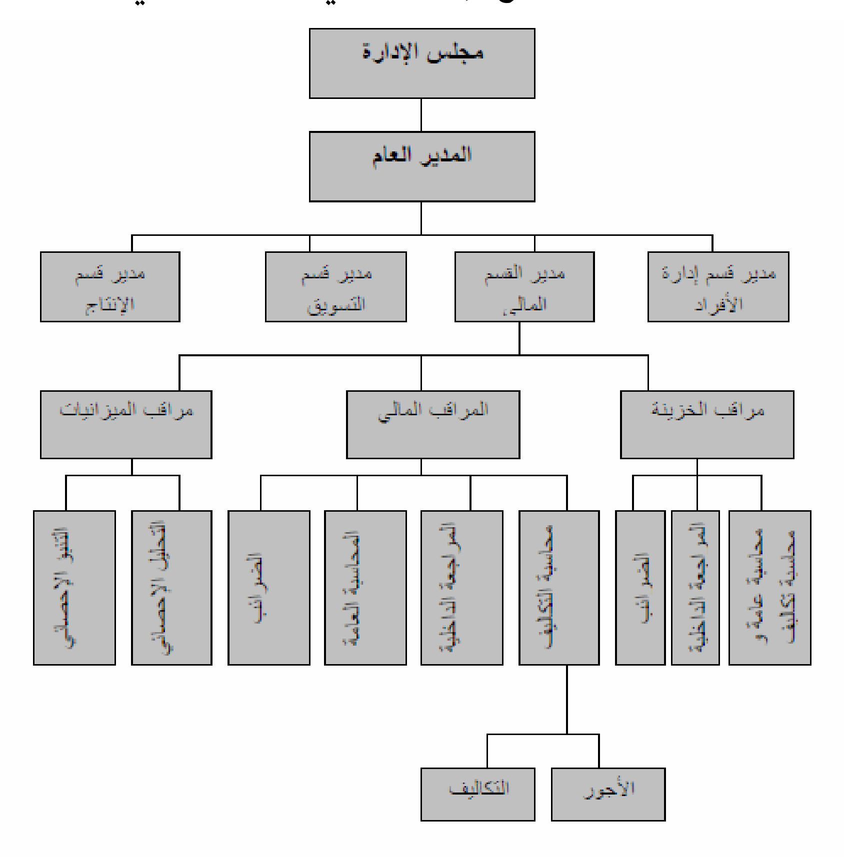
ويتولى ذلك المراقب المالي إلى جوار عمله الأصلي (الإشراف على الحسابات) والثاني والمهام الأخرى توكل للمدير المالي الذي عادة ما يرأس المراقب المالي.[1]

---

(1) نظير رياض مرجع سبق ذكره، ص 19.

شكل رقم (01)

عنوان الشكل: موقع الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي[1].



العوامل المؤثرة في الإدارة المالية[2]:

تتأثر الإدارة المالية بعدة عوامل نذكر منها:

1-الكيانات العملاقة وتأثيرها على الإدارة المالية:

إن التطور الاقتصادي الملموس خلال القرن الحالي وعلى الأخص في النصف الثاني منه، أدى إلى انتشار العديد من الشركات العابرة القارات، أو الشركات متعددة الجنسيات ذات الأعمال الضخمة، وأمام هذا التطور الكبير، كان لابد من وجود صدى مناسب في العلوم ذات العلاقة ومن أهمها

(1) موسوس سارة، حوت نسيمة، الإدارة المالية والتمويل دراسة حالة بدر، مذكرة لنيل شهادة ليسانس 2006/2005.جامعة الجزائر.

(2) نظير رياض محمد، مرجع سبق ذكره، 28 إلى 34.

الإدارة المالية، والمحاسبة المالية، لظهور العديد من المشاكل التي لم تكن معروفة من قبل، كان من الضروري علاجها، وكيفية التعامل معها لمسايرة التطور الاقتصادي.

إن تزايد نزعة الشركات والمستثمرين الأفراد وغيرهم إلى عبور الحدود نحو آفاق استثمارية جديدة لتحقيق العديد من الأهداف السياسية والمالية والتشريعية، أضاف أعباء جديدة إلى الوظيفة المالية ونقل بها من المستوى المحلي إلى المستوى العالمي، لتدخل في إطار جديد يعرف بالعولمة (GLOBAL).

وقد انعكس ذلك على التمويل العالمي، فمثلا نجد أن أسواق المال تفتح وتزداد، ويتزايد اتصالها وارتباطها ببعضها البعض عن طريق الاتصالات السريعة، والحاسبات الفائقة السرعة، وتكنولوجيا الاتصالات تمكن من إنتاج أكثر العمليات التمويل الأجنبي المتعدد الأطراف والعملات في أيام معدودات، سعيا وراء التمويل المناسب والذي يكون عادة أقل تكلفة، وكذلك إذا انعكس ذلك على أسعار السلع والمواد الخام والطاقة، وأصبحت هي الأخرى سريعة التقلب.

وخلاصة القول أن العولمة حملت معها العديد من المشاكل التي تحتاج إلى التطوير الدائم والمستمر للوظيفة المالية، ومن أهم هذه المشاكل نذكر:

-توحيد أسس إعداد القوائم المالية.

-ترجمة القوائم المالية للشركات الأجنبية.

-المعالجة المحاسبية للمعاملات الدولية.

-المعالجة الضريبية (التحاسب الضريبي الدولي).

2- التضخم وتأثيره على الإدارة المالية:

زاد التضخم بصورة ملحوظة وعلى الأخص في السبعينات وأوائل الثمانينات من هذا القرن، واجتاح الكثير من دول العالم، مع اختلاف نسبته من دولة إلى أخرى، ولا تزال بعض الدول تواجه تضخما ماليا بمعدلات مرتفعة، ويؤثر التضخم تأثيرا كبيرا على السياسات والبنوك ومؤسسات التمويل، ومن أهم جوانب التأثير:

- صعوبة التخطيط (PLANING DIFFICULTIES).

- الطلب على رأس المال (DEMAND OF CAPITAL).

- معدلات الفائدة (INTEREST RATES).

- التقارير والمشاكل المحاسبية

(REPORTS – ACCOUNTING PROBLEMES).

3-تأثير الضرائب على الإدارة المالية:

تتعرض الاستثمارات للعديد من الضرائب، منها الضرائب المباشرة والغير مباشرة، فمن المعروف أن لكل دولة نظامها الضريبي الخاص بها، وعادة ما يختلف هذا النظام من دولة لأخرى تحقيقا للعديد من الأهداف التي تسعى الدولة لتحقيقها من وضع هذا النظام.

والنظام الضريبي قد يتشدد مع الشركات بإخضاع كافة معاملات هذه الشركات للضرائب، سواء داخل الدولة أو خارجها، الأمر الذي يعد أحد أهم المعوقات المالية للاستثمار والتنمية، وقد يتساهل هذا النظام لتخفيف الأعباء الضريبية على المعاملات التي تمت داخل الدولة فقط، مع إعفاء كامل للمعاملات التي تمت خارج حدود الدولة، وذلك تشجيعا ودعما للاستثمار والتنمية، وأهم ما ننوه له في هذا الصدد هو الاهتمام بمبادئ ومعايير التحاسب الضريبي، لما لذلك من آثار كبيرة على الاستثمار وعلى إعداد القوائم المالية المختلفة.

4-دور البنك المركزي في السياسة المالية:

يتربع البنك المركزي على قمة الجهاز المصرفي في أية دولة، مع اختلاف هذا الاسم من دولة لأخرى، ويلعب هذا البنك دور محوري في التأثير على حجم النقود وتكاليفها في الأسواق المالية، وذلك من خلال تأثيره على عمليات الإقراض والاستثمار بمختلف الطرق مباشرة وغير مباشرة ومن أهم هذه الطرق:

-تغير معدل الخصم (DISCOUNT RATE).

-عمليات السوق المفتوحة (OPEN MARCKET OPERATION).

-تغير نسبة الاحتياطي القانوني (REQUIRED RESERVE RATIO).

5- السياسات المالية للدولة:

تلعب السياسة المالية التي تتبعها الحكومة من خلال موازنتها، بدور هام وحيوي في التأثير على معدلات الفائدة في الأسواق المالية، فخلال فترات الكساد تميل الدولة إلى زيادة نفقاتها وتخفيض معدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة عرض النقود والازدهار الاقتصادي، رغم أن هذا الوضع قد يؤدي في الغالب إلى تحقيق عجز في الموازنة العامة للدولة، وخلال فترات الازدهار الاقتصادي وارتفاع الدخل القومي الحقيقي يزيد دخل الحكومة و تقل نفقاتها، وغالبا ما يحدث فائض في الموازنة العامة للدولة.

علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى:

بسبب مكانتها المهمة في إدارة المؤسسات تتكون للإدارة المالية علاقات بعلوم أخرى منها:

1-المحاسبة والإدارة المالية:

يخلط الكثيرون بين المحاسبة والإدارة المالية، فهم يلاحظون أنه يتم استخدام نفس المصطلحات ونفس القوائم المالية حين التعرض للموضوعين، وبالتالي فهم لا يجدون فرقا بينهما، ولكن الصحيح هو أن المحاسبة تهتم أساسا بجمع البيانات، في حين تهتم الإدارة المالية بتحليل هذه البيانات بغرض اتخاذ القرارات، وعلى الرغم من ازدياد أهمية المحاسبة في الآونة الأخيرة كوسيلة لتزويد المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الرشيدة، فان رجال الإدارة المالية تقع عليهم المسؤولية الكاملة في التحليل والتخطيط والرقابة[(1)].

2-العلاقة بين الاقتصاد التجميعي (الكلي) والإدارة المالية:

يهتم الاقتصاد التجميعي بالبيئة التي تمارس فيها وظائف التمويل، لذلك تفيد النظريات الاقتصادية في تفهم المتغيرات ذات العلاقة بهذه البيئة، فهو يهتم بالنظام المصرفي ككل، والوسائط الماليين، وكذلك السياسات المالية الحكومية، ومتابعة النشاط الاقتصادي داخل المجتمع، وكيفية السيطرة عليه، لكن هذه النظريات لا تعترف بالحدود الجغرافية لذلك فهي تتطرق إلى المنظمات والمؤسسات المالية للدولة حيث تتدفق الأموال فيما بينها.

---

(1) موسوس سارة، حوت نسيمة، مرجع سبق ذكره، ص09.

وطالما أن المشروع جزء من هذه البيئة، فمن الضروري أن يلم المدير المالي بالإطار التنظيمي لهذه المنظمات، والآثار المترتبة على السياسة الاقتصادية، وأثرها على بيئة القرار، أي أنه يمكن القول أن بأن المدير المالي لا يستطيع القيام بوظائفه بطريقة مرضية إذا لم يكن متفهما لهذه العلاقات، وعليه أيضا تتبع أثر التغير في السياسة المالية على مقدرة الشركة في الحصول على الأموال، وتحقيق الأرباح وكذلك الإلمام بمختلف المنظمات المالية، وشروطها ونظام العمل بها، وتقدير مصادر الأموال المحتملة والمناسبة للشركة[1].

3-الاقتصاد الجزئي والإدارة المالية:

تهتم نظرية الاقتصاد الجزئي بالأداء الاقتصادي الفعال للمشروع، أي أنها تؤثر على الإجراءات والتصرفات التي تحقق الأداء المالي الجيد، لذلك فهي تهتم بالعلاقة بين الطلب والعرض وإستراتيجيات تعظيم الأرباح (PROFIT MAXIMIZATION)، حيث تستند على هذه الأخيرة في رسمها لكل النظريات الاقتصادية الجزئية، خاصة القرارات المتعلقة بتحديد التشكيل الأمثل لعوامل الإنتاج والمنتجات والمستويات المثلى للمبيعات، واستراتيجيات التسعير للمنتجات، حيث تتأثر هذه الجوانب بالنظريات الاقتصادية الجزئية، فتوجد نظريات تساعد في قياس مستوى المنفعة والخطر (RISK)، ومحددات القيمة أو الثمن، وإذا لم يستطع المدير المالي تطبيق هذه النظريات فإنه على الأقل يعمل من خلال مجموعة المبادئ العامة في هذه النظريات، وباختصار من الضروري المعرفة بالعلوم الاقتصادية لتفهم البيئة المالية (FINANCING ENVIRONMENT)، ونظريات اتخاذ القرار (THE DECISION THEORIES)، وهما يشكلان جوهر الإدارة المالية المعاصرة، فالاقتصاد الكلي يزود المدير المالي برؤية واضحة عن السياسات الخاصة بالمنظمات الحكومية والمالية وغيرها، التي من خلالها تتدفق الأموال والائتمان، وتعمل على ضبط النشاط الاقتصادي العام، وللعمل داخل هذه البيئة التي تشكلها هذه المؤسسات فلابد من الإلمام بالاقتصاد الجزئي كأساس لرسم تخطيط العمليات وتعظيم

---

(1) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الأولى 2002، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر الإسكندرية ص16.

الأرباح، فلا يواجه المدير المالي المنافسين فقط داخل الصناعة، وإنما عليه أن يتصدى للظروف الاقتصادية المرتقبة سواء كانت ملائمة أو غير ذلك[1].

وظائف الإدارة المالية :

لقد تطورت وظائف الإدارة المالية، حيث لم تعد تسعى إلى توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجات المؤسسة ونشاطها الاقتصادي وحسب، وإنما اتسع هدفها ليشمل مجرى الأموال، والتخطيط لها، والرقابة عليها، ووضع القرارات المالية.

ومن وظائف الإدارة المالية نذكر:

-وظيفة اتخاذ القرارات المالية.

-وظيفة التخطيط المالي.

-وظيفة الرقابة المالية.

-وظيفة التنظيم المالي.

-وظيفة الحصول على الأموال (التمويل).

-وظيفة استثمار الأموال (إدارة الأموال).

-وظيفة مقابلة المشاكل الخاصة.

وظيفة التخطيط المالي :

اهتمت الإدارة المالية بشكل خاص، وإدارة الشركة بشكل عام بوظيفة التخطيط المالي ويرجع ذلك إلى كون أن المفهوم المعاصر للإدارة المالية قائم على التخطيط المالي السليم لكل جوانب العمل داخل المؤسسة، وقد برز هذا الاهتمام في السنوات الأخيرة بشكل واضح بسبب المعاناة التي تتعرض لها المؤسسة من أجل ضمان الاستمرار في السوق، وتحقيق الأرباح، وبسبب كثرة وتعقد العلاقات المالية فيما بين المؤسسة ومحيطها الخارجي، وبسبب ندرة الأموال المتاحة للاستثمار، مما جعل الإدارة المالية تهتم بالتخطيط المالي، والتهيؤ والاستعداد له، أي الاستعداد لتصور مجموع العلاقات المالية فيما بين الإدارات التنفيذية داخل المؤسسة من جهة، وبين المؤسسة والمحيط الاقتصادي

(1) موسوس سارة، حوت نسيمة، مرجع سبق ذكره ، ص10.

من جهة أخرى، ومنه فان هـذا الاسـتعداد سيـضمن التـوازن بـين حاجـة المؤسـسة للأمـوال وبـين قـدرتها عـلى تحقيـق هـذه الأمـوال سـواء مـن حيـث ناحيـة المقـدار أو مـن ناحيـة الوقت، وباستعمال هذين المتغـيرين (المقـدار والوقـت) سـوف تـتمكن مـن اختيـار الفـرص الاستثمارية، أضف إلى ذلك اهتمام الإدارة المالية بنوع مـصادر الأمـوال التـي يمكـن الاعـتماد عليهـا لتمويـل حاجـات المؤسـسة في حالـة العجـز المـالي، والنـاتج مـن قلـة مـصادر أموالهـا واستخداماتها المتوقعة، حيث يجب أن تكون هذه المصادر ملائمـة مـن ناحيـة الكلفـة ومـن ناحية التسديد.

وتظهر أهمية التخطيط المالي من كونه أداة فعالة لتحسين استخدام الإمكانيات الماديـة، والوسائل المالية بأقصى درجة من الإنتاجية، لذلك فإننا نلجأ إلى التخطيط المـالي حتـى نطبـق مبادئ التوفير وعدم الهدر والتبذير، أي من أجل زيادة إنتاجية العمـل وتخفـيض التكـاليف، وتوسيع حجم مصادر التراكم، واستخدام الحسابات المالية والعينية بصورة عقلانية.

وبشكل عام فإننا نعتمد على التخطيط المالي لتحقيق جملة من الأهداف منها:

1- رسم السياسات والقواعد الموجهة لتفكير الأفراد في الشؤون المالية ومن أهمها:
   - سياسات مصادر التمويل.
   - المفاضلة بين سياسة شراء الموجودات أو استئجارها.
   - سياسة الاستثمار الخارجي.
2- وضع الإجراءات المالية المنظمة للعمليات التنفيذية.
3- التنبؤ المالي.
4- تحديد نوعية المصادر التي يتطلب توفرها لتنفيذ الخطط المختلفة.
5- تحديد مصادر الأموال التي يمكن خلقها أو توفيرها ذاتيا داخل الشركة.
6- تحديد أفضل الوسائل لاستعمال كل مصدر من المصادر لغرض تنفيذ الخطط المسطرة.

كما أن نجاح التخطيط المالي يتطلب أن يمر بالمراحل التالية:

- تحديد الهدف أو مجموعة الأهداف المالية التي تسعى الشركة إلى تحقيقه.
- جمع المعلومات والبيانات (الداخلية والخارجية) والإحصائية والاقتصادية والتي لها ارتباط مباشر أو غير مباشر بتلك الأهداف.
- ترجمة الأهداف المحددة والمعلومات والبيانات المتوفرة إلى قيم رقمية بشكل موازنة تقديرية، لكي تسهل عملية التنفيذ والمتابعة.
- اتخاذ القرار المناسب بشأن عملية التنفيذ.

مما تقدم يمكن القول أن التخطيط المالي يأخذ شكل الموازنة التقديرية في رسم الخطة، وبرمجة الأهداف المالية المتوقعة وتحويلها إلى قيم رقمية.

وفي ضوئها يتم الإشراف على عملية التوازن بين التدفقات المالية الداخلة والخارجة من وإلى الشركة، حتى لا تكون في وضع العجز أو الفائض المالي، ولكن الموازنة التقديرية لا تقف عند هذا الحد، وإنما تدخل في البحث عن المصادر المالية المناسبة التي يمكن من خلالها سد العجز أو البحث عن فرص استثمارية مربحة التي تستثمر الشركة فيها فائضها المالي المحقق.

وبشكل عام فان التخطيط المالي في المؤسسة يأخذ شكل موازنة مالية، والتي يدخل في إطارها ثلاثة أنواع أساسية:

1- موازنة نقدية: وهي وسيلة لمعرفة حركة التغير النقدي الذي سيحصل في المؤسسة في الفترة الزمنية القادمة.
2- موازنة كشف الدخل: وهي تصوير لمختلف العلاقات التي تؤثر على ربح الشركة من ممارسة النشاط، فهي تدخل في تصور كافة الإيرادات وكافة النفقات المتوقع حصولها في الفترة القادمة.
3- الموازنة العمومية أو موازنة الوضع المالي: وهي تصور الحركة المالية المتوقع حصولها في المؤسسة من خلال تحديد المصادر المالية المتوقع حصولها وما يقابلها من استخدامات.

وظيفة الرقابة المالية :

تعتبر الرقابة المالية من الوظائف الرئيسية للمدير المالي، ويقصد بالرقابة المالية تقييم القرارات التي اتخذت بشأن التخطيط بعد تحديد نوعية المعايير التي يمكن استخدامها للمقارنة، لذلك فهي تعتبر جزءا مكملا للتخطيط المالي.

ولا تقف الرقابة عند حد كشف الانحرافات بين نتائج الخطة المالية والتنفيذ الفعلي لها، وإنما تدخل في إطار تصحيح الانحرافات بعد تحديد أسبابها والجهات المسئولة عنها، ونوعية القرارات التي يجب اتخاذها وإتباعها.

ولكي تكون الرقابة المالية فعالة يتطلب وجود:

-معيار للمقارنة: يتم من خلاله الكشف عن الانحرافات عند مقارنة الأداء الفعلي مع الأداء المخطط له.

-نظام اتصالات فعال وجيد يؤمن وصول المعلومات بأسلوب التغذية العكسية.

كما يشترط أيضا في الرقابة المالية أن تكون مرنة بحيث تسمح بالتعديل حسب تبدل الخطط وواقع التنفيذ، كما يفترض أن تكون اقتصادية بمفهوم الكلفة.

إن الانحرافات التي تكشفها الرقابة المالية بشكل عام يمكن أن ترجع إلى ثلاثة أسباب:

- عدم دقة التخطيط: أي عدم توخي الدقة الكافية في رسم الخطة المالية، أو في حصر الظروف المحيطة، أو عدم القدرة على التكيف مع هذه الظروف.

- عدم كفاءة التنفيذ: أي عدم كفاءة جهاز التنفيذ المسؤول عن تنفيذ الخطط الموضوعة لتوجيه نشاط الشركة، والذي ينشأ عن أسباب منها: ضعف القرارات المتخذة، ضعف كفاءة الأشخاص المسؤولين عن اتخاذ هذه القرارات أو عدم الأخذ بمرونة الخطة بشكل يمكن من مواجهة التغيرات.

- عدم الدقة في التخطيط وعدم كفاءة التنفيذ: هذا الانحراف هـو أخطـر الانحرافـات التـي تتعـرض لهـا الإدارة الماليـة، لأن معالجتـه تحتـاج إلى محـورين مهمـين في العمليـة التخطيطية ككل، وهو وضع الخطة وتحديد الجهة المسؤولة عن تنفيذها، حيث ينـشأ هذا الانحراف نتيجة ضعف الدقة في الخطة الموضوعة، بالإضافة إلى عدم وجود الجهاز التنفيذي الكفء الذي يتحمل المسؤولية في التنفيذ.

ولعلاج وتصحيح الانحرافات عند حدوثها وتسجيلها تلجأ الإدارة المالية إلى أحد الشكلين التاليين:

- تعديل الخطة المالية الأصلية في ضوء تغير المعايير الموضوعة والمحـددة، أو تعـديل نوعيـة الأهداف.
- القيام بالإجراءات العلاجية لإعادة الأداء الفعلي إلى الطريـق الـسليم حتـى يمكـن تحقيـق الأهداف الموضوعة في الأصل.

وظيفة التنظيم المالي ووظيفة اتخاذ القرارات المالية :

1-وظيفة التنظيم المالي :

تعتمـد الإدارة الماليـة عـلى التنظـيم المـالي كوظيفـة منظمـة للعمليـة الماليـة، ويقـصد بالتنظيم المالي جميع الفعاليات التـي تمارسـها الإدارة لتحقيـق أهـدافها الماليـة، ومـن خـلال توزيـع الوظـائف وتجميعهـا وفـق أسـس معينـة، تـضمن تحديـد المـسؤوليات وتحويـل الصلاحيات، ويأتي الانجاز الجيد للعملية المالية وفق تسلسل السلم التنظيمي للإدارة الماليـة، لهذا وجب أن تكون الصلاحيات والمسؤوليات محددة وواضحة ومتناسبة مع حجـم الـشركة، ومع طبيعة الأعمال، والمهام والمسؤوليات المنوطة بها.

بالإضافة إلى ذلك فان وظيفة التنظيم المـالي تـشمل مـسؤولية إعـداد التنبـؤات الماليـة، وتقييم فاعلية استخدام الأموال في المجالات المختلفـة، وبـصورة عامـة فـان تنظـيم الوظيفـة المالية يجب أن يكـون عـلى مـستوى الإدارة الأولى، وسـبب ذلـك يعـود إلى أهميـة وخطـورة العمليات المالية في الشركة.

ولأن الاعتبارات الماليـة الموجـودة في جميـع المؤسـسات مهـما كـان حجمهـا وطبيعة نشاطها متـشابهة تقريبـا في نواحيهـا الأساسـية، فقـد تختلـف تفاصـيل

الوظيفة المالية من حيث موقعها في الهيكل التنظيمي اختلافا كبيرا من مؤسسة لأخرى، وذلك لاختلاف المؤسسات سواء من حيث الحجم، أو الشكل القانوني، أو تنوع أنشطتها وسياساتها، وطبيعة أنظمتها وتطورها التاريخي، واختصاص العاملين في كل منها.

2-وظيفة اتخاذ القرارات المالية :

إن اتخاذ القرار يعد أساس العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في المنظمة، ويعد اتخاذ القرارات المالية أساس العملية الإدارية في الإدارة المالية، وتهدف هذه القرارات إلى تحقيق هدف استراتيجي يتمثل في تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد، بالإضافة إلى تحقيق أقصى العوائد الممكنة للمؤسسة، مع الحفاظ على السيولة وتتمثل هذه القرارات في:

- قرارات الاستثمار.
- قرارات التمويل.
- قرارات توزيع الأرباح.

الفصل الثاني

التخطيط والرقابة المالية

أولاً: التخطيط المالي:

يتناول هذا المبحث مفهوم وتعريف التخطيط وأهميته وخصائصه وأنواعه ومراحل أو خطوات التخطيط وأيضاً كما يتناول أنواع التخطيط المالي من حيث (الشمولية والفترة التي يغطيها) ومبادئه والعوامل التي تؤثر على فعالية التخطيط المالي، ومتطلبات التخطيط المالي الفعال والعوامل التي ترفع كفاءة التخطيط المالي وأخيراً معوقات التخطيط المالي.

مفهوم وتعريف التخطيط:

يعتبر التخطيط الوظيفة الإدارية الأولى وله الأولوية على الوظائف الإدارية الأخرى من تنظيم وتوجيه ورقابة لأن هذه الوظائف يجب أن تعكس هذا التخطيط، فالمدير ينظم ويوجه ويراقب لكي يضمن تحقيق الأهداف طبقاً للخطط الموضوعة وقد أعطيت عدة تعريفات للتخطيط.

يعرف على أنه هو" الوظيفة الأولى للإدارة والتي تسبق ما عدها من الوظائف وتقوم على عملية الاختيار بين البدائل لإجراءات العمل للمؤسسة ككل ولكل قسم أو جزء من أجزائها ولكل فرد من العاملين بها"[(1)].

كما يعرف بأنه: التنبؤ بالمستقبل والاستعداد له فهو بعد النظر الذي يتجلى في القدرة على التنبؤ بالمستقبل والتحضير له بإعداد الخطة المناسبة[(2)].

ويعرف أيضاً بأنه: الأسلوب العلمي الذي يتضمن حصر الموارد البشرية والمادية واستخدامها بطريقة علمية وعملية وإنسانية لسد احتياجات المؤسسة[(3)].

ومن ناحية أخرى يمكن تعريف التخطيط على أنه الاختيار المرتبط بالحقائق ووضع واستخدام الفروض المتعلقة بالمستقبل عند تصور الأنظمة المقترحة التي تعتقد بضرورتها لتحقيق النتائج المنشودة[(4)].

---

(1) عبد الغفار حنفي، عبد السلام قحف، التنظيم وإدارة الأعمال، الدار الجامعية، 1998م، ص337.

(2) محمد رفيق الطيب، مدخل للتسيير أساسيات وظائف وتقنيات، (الجزائر: ديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، 1995م)، ص19.

(3) حسن عمر، التنمية والتخطيط الاقتصادي، (الكويت: ديوان المطبوعات الجامعية، د.ت)، ص80

(4) عبد الغفار يونس، تنظيم إدارة الأعمال، (طرابلس: مجموعة النيل العربية، 1999م)، ص106.

أهمية وفوائد التخطيط:

للتخطيط أهمية بالغة تتمثل في الآتي[1]:

1. التخطيط ضروري بسبب التغير وعدم التأكد: يجب على كل المؤسسات أن تخطط وذلك من اجل الوصول إلى غاياتها وأهدافها , وكلما توقع الإنسان في تقدير أحداث المستقبل زادت إمكانية الشك وعدم التأكد، وكلما زادت حالة عدم التأكد الذي ينوي عليه المستقبل زادت البدائل الممكنة وقلت درجة عدم التأكد، فالمسير لا يمكنه أن يضع أهدافه ويتوقف عند ذلك الحد، وإنما عليه أن يعلم بالظروف المستقبلية والنتائج المتوقعة.
2. التخطيط يركز الانتباه على أهداف المؤسسة: التخطيط يركز على انجاز الأحداث التي تسعى إليها المؤسسة ووضع خطة مناسبة لهذه الأهداف , فواضعو الخطط يكونوا مجبرين على التفكير دائما في الأهداف المنشودة، فيجب عليهم مراقبة هذه الخطط دوريا وتعديلها وتطويرها في الوقت المناسب تماشيا مع الظروف المستقبلية وبما يضمن أهداف المؤسسة.
3. التخطيط يوفر النفقات: إن عملية التخطيط تركز أساسا على الاستخدام الأمثل للوسائل المادية والمالية والبشرية باكفأ الطرق لتحقيق أهداف المؤسسة وذلك يؤدي إلى تخفيض التكاليف.
4. التخطيط أساس للرقابة: أي لا يمكن الفصل بين التخطيط والرقابة معنى هذا أن المدير لا يمكنه مراقبة أي عمل ما لم يكن هناك برنامج تخطيط لهذا العمل فعملية المراقبة تصبح بلا فائدة دون مخططات.
5. تحقيق العمل المتكامل لجميع أجزاء المؤسسة: فالتخطيط يسمح للإدارة بالاطلاع على الأجزاء المختلفة في المؤسسة وتحقيق التكامل بين هذه الأجزاء والعمل على التنسيق بينها، فالتخطيط يقلل من الحوادث المفاجئة عن طريق التنبؤ بالمستقبل ويمكن من تجنب الأزمات التي تعترض عمل الإدارة.

---

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التنظيم وإدارة الأعمال، الدار الجامعية، 1997م، ص ص217-219.

6. يساعد التخطيط على التخلص من أسباب المشاكل والتأكيد على الأهداف البعيدة.

7. التخطيط يقلل من المخاطر.

8. يساعد التخطيط في عملية الاتصال.

ويهدف التخطيط إلي تحقيق عدة فوائد للمنشأة أو الشركة نذكر منها ما يأتي[1]:

أ. يسهم التخطيط في وضع أهداف واضحة للعمل وبوجود الأهداف تتحدد الاتجاهات المختلفة للعمل وتتضح المسارات، ويسهل التنسيق والتكامل بين الجهود المختلفة في المنشأة لتحقيق أهداف النجاح.

ب. يحقق التخطيط التناسق بين الأهداف المتعددة ويزيل التعارض المحتمل بينها.

ج. يسهم التخطيط في الكشف والتعرف على مشكلات المستقبل التي قد تعترض سير العمل.

د. يساعد التخطيط في ترشيد النفقات ووضع ضوابط للاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمنشاة.

ه. يسهم التخطيط في الرقابة على العمل من خلال المقاييس والمعايير الرقابية للأداء، التي تعتمد على الأهداف الموضوعة.

و. يساعد التخطيط في وضع برامج زمنية محددة تتضح فيها مواعيد بدء البرنامج وانتهائه.

ز. يساعد التخطيط على تنظيم العمل، حيث يعرف كل فرد في المنشأة المطلوب منه من عمل، فتصبح طرق التوجيه والاتصال بالأفراد سهلة وواضحة.

إن التخطيط له أهمية كبيرة سواء كوظيفة من وظائف المدير أو على مستوى المنشأة أو على مستوى الدولة فإذا نظرنا إلي أهمية التخطيط باعتباره وظيفة رئيسية من وظائف المدير نجده جوهر عمل المدير، وبالتالي إذا عجز

---

(1) أ.د. أحمد بن عبد الرحمن الشميمري وآخرون، مبادئ إدارة الأعمال الأساسيات والاتجاهات الحديثة، ط3، العبيكان، 2006م)، ص91.

المدير عن ممارسه وظيفة التخطيط بشكل سليم فإن جهده المبذول عند ممارسته لباقي الوظائف الإدارية الأخرى يصبح محدود القيمة، وأيضاً له أهمية كبيرة للمنشاة خصوصاً أنها تعمل في ظل ظروف متغيرة بصفة مستمرة، كما أن المستقبل يتميز بالغموض وعدم التأكد وبالتالي تحقيق الأهداف التي تحقق التقدم والاستمرارية للمنشاة يصعب الوصول إليها مع غياب التخطيط العلمي السليم.

وأيضاً أن التخطيط العلمي السليم يحقق فوائد عديده للمنشأة يمكن إبرازها فيما يلي:

إن هدف أي منشأة هو تحقيق التقدم والنمو والاستمرارية، وهذا الهدف يمثل هدفاً إستراتيجياً طويل المدى للمنشأة، وهذا يتطلب الاستغلال الرشيد لمواردها المتاحة بما يؤدي إلي تحقيق التكلفة وتعظيم الربحية وتحسين مركز المنشاة في السوق.

1. يساعد التخطيط على التعرف مقدماً على المعوقات والقيود التي تحول دون تحقيق الأهداف المحددة، وبالتالي يمكن التفكير في أنسب الحلول والوسائل التي تمكن من تجاوز تلك المعوقات أو على الاقل التقليل من آثارها السلبية.
2. يساعد التخطيط في تقليل مخاطر عدم التأكد والحد من آثارها السلبية بما يساعد على تقييم البدائل الممكنة بموضوعية وتحديد أفضلها بما يؤدي إلي تحقيق الأهداف المرجوة بأحسن كفاءة ممكنة.
3. يساعد التخطيط على تنمية مهارات العاملين الإدارية، ويحفزهم لبذل مزيد من الجهود لتحقيق الأهداف المرجوة.
4. يتيح التخطيط للمدير رؤية كاملة لكافة المتغيرات المحددة للمواقف وكيفية استغلالها وتوجيهها نحو الأهداف المحددة.
5. يساعد التخطيط في ترشيد استخدام الموارد المتاحة سواء كانت مادية أو بشرية مما يؤدي إلي اقتصادية الأداء وخفض التكلفة وتعظيم الربحية، بالإضافة إلي مساهمته في خفض الإسراف والضياع عند استغلال الموارد إلى أقل حد ممكن.

6. يمثل الأساس الموضوعي للرقابة وبالتالي يصعب تحقيق رقابة إيجابية بدون تخطيط سليم.

خصائص التخطيط:

إن التخطيط يتميز بالخصائص التالية(1):

1. أنه مستقبلي، إذ تقرر الإدارة من خلال ما سوف تقوم به وكيفية القيام به مثل الشروع في العمل.
2. أنه توقعي، إذ يعتمد على توقع الأحداث المستقبلية ومحاولة السيطرة على الظروف غير المؤكدة والمتغيرة في العمل.
3. أنه يعتمد على القرارات والإجراءات، إذ يتبع التخطيط عدد من القرارات المتلاحقة التي تحدد التصرفات المستقبلية المرغوبة.
4. أنه يركز على الأهداف، إذ يسعى التخطيط إلى بذل الجهود اللازمة لتسهيل عملية إنجاز الأهداف المستقبلية.
5. أنه عملية مستمرة، فهو لا يتوقف عند حد إنجاز هدف معين، طالما أن هناك أهدافاً فلابد من وجود خطط.

وإن تفاوت نسبة نجاح التخطيط من خطة إلى أخرى يرجع إلي مجموعة كبيرة من الظروف والعوامل التي يمكن ترجمتها بمجموعة من الخصائص التي لابد من توافرها من أجل إنجاح العملية التخطيطية ومن أهمها:

1. أولوية التخطيط: يقضي هذا بموجب إعطاء التخطيط المرتبة الأولى في النظام الإداري للمؤسسة، لان التخطيط هو الذي يحدد أهداف المؤسسة ويبين العلاقات داخل المؤسسة ونوعية الموارد البشرية المطلوبة وتوجيه نظام الإدارة والنظام الرقابي.
2. الواقعية: لكي تحقق الخطة غايتها لابد أن تكون هناك نظرة شاملة للواقع الاقتصادي للمؤسسة، هذا من خلال الدراسة العلمية الدقيقة للتعرف على مواردها المالية وإمكانياتها البشرية، الشيء الذي يسمح بوضع خطة سليمة تحقق غايتها في حدود هذه الإمكانيات.

(1) أ.د. أحمد بن عبد الرحمن الشميمري وآخرون، المرجع السابق، ص90.

3. الشمولية: التخطيط مهمة كل مسئول حسب وظيفته داخل المؤسسة، فالتخطيط يكون اشمل أكثر على مستوى الإدارة حيث أن خطط الإدارات الوسطى والدنيا تنتج وتنبثق من خطط المستوى الأعلى.
4. التنسيق: التنسيق ضروري في عملية التخطيط حيث لابد أن يكون التناسق بين الأهداف والوسائل المتبعة لتحقيقها، وهذا لكي لا تتعارض الأهداف والوسائل فيما بينها بغرض الوصول الى الهدف الرئيسي.
5. المرونة: لابد للخطة عند وضعها أن تكون مرنة وهذا حتى تسهل عملية تعديلها عند اكتشاف أن وضع الخطة غير سليم وأن هناك ظروف واقعية تعيق عملية تحقيق الأهداف.
6. الإلزام: إن هذا المبدأ مهم جدا في التخطيط لان انعدامه يخول للأطراف المعنية بتنفيذ الخطة التهاون في تنفيذها وهذا ما يؤدي إلى تعطيل سير النمو والتطور في المؤسسة، لذلك لابد من المسائلة والمحاسبة حتى يتم تنفيذ الخطة بكاملها للوصول إلى الهدف الأساسي.

وهنالك عوامل مؤثرة في التخطيط نذكر منها[1]:

1. مهارة الإدارة واتجاهها.
2. الموارد والوقت المتاح.
3. نوع المشاكل التي تقابل المنظمة.
4. الظروف البيئية والاجتماعية والإنسانية.
5. استخدامات الخطط.

أنواع التخطيط:

للتخطيط عدة أنواع مقسمة حسب عدة معايير نذكر منها[2]:

أولاً: التقسيم حسب المدى الزمني:

1. التخطيط طويل المدى: هو التخطيط الذي يغطي فترة زمنية أكثر من خمس سنوات ويشارك فيه كل المدراء حيث يركز كل ميادين النشاط في المؤسسة.

---

(1) د. شوقي حسين عبد اللـه، أصول الإدارة، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1981م)، ص104,

(2) محمد سعيد عبد الفتاح، محمد فريد الصحن، الإدارة العامة، الدار الجامعية، 1996م، ص ص248-249.

2. التخطيط متوسط المدى: هو التخطيط الذي يغطي فترة زمنية اقل من خمس سنوات ويقوم به أفراد الإدارة الوسطى، حيث انه عبارة عن وسيلة لتخطي العقبات التي تعترض التخطيط طويل الأجل.
3. التخطيط قصير المدى: هو التخطيط الذي يغطي فترة زمنية اقل من سنة حيث، انه يحتوي على خطط تفصيلية من التخطيط طويل المدى وهذا لغرض حل المشاكل حين حدوثها.

ثانياً: التقسيم حسب المستوى الإداري[1]:

1/ التخطيط على مستوى الإدارة العليا:

وتضطلع بمهمة هذا التخطيط الإدارة العليا في المنشآت والتي تتمثل عادة بأعضاء مجلس الإدارة أو رئيس مجلس الإدارة أو مديري العموم، ويتميز هذا النوع من التخطيط ببعده الإستراتيجي، فتضع الإدارة العليا القضايا الرئيسية والإستراتيجية التي تغطي فترة زمنية طويلة، ومن أمثلتها تأهيل الكفاءات البشرية المستقبلية، وتحديد موارد جديدة للمنشأة، وتحديد رسالة المنشأة، وهيكلها الإداري والمالي، والتصرفات الواجب اتخاذها لإيجاد موقف موحد على مستوى المنشأة ككل، ويتم وضع هذه الخطط الإستراتيجية بعد استشارة واعتماد مجلس الإدارة أو على المناصب في المنشأة، مع الاستناره بآراء الإدارة الوسطى والدنيا.

2/ التخطيط على مستوى الإدارة الوسطى:

وتضطلع بمهمة هذا التخطيط الإدارة الوسطى بالمنشآت التي تتمثل عادة بمساعدي المديرين، ورؤساء الأقسام ومديري الإدارية الفرعية، ويتميز هذا النوع من التخطيط ببعده التفصيلي والتنفيذي أو ما يسمى في عام الإدارة بالبعد التكتيكي، ويتصف هذا التخطيط بأنه أكثر تحديداً من التخطيط الإستراتيجي ويغطي فترة زمنية متوسطة وفيه يتم تحديد الخطوات الرئيسية الواجب اتخاذها من قبل الإدارات والأقسام للوصول للأهداف التفصيلية التكتيكية. ويتم وضع هذه الخطط بعد استشارة المستويات الدنيا قبل تقديمها للإدارة العليا لإقرارها واعتمادها.

---

(1) أ.د. أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، المرجع السابق، ص ص97-98.

3/ التخطيط على مستوى الإدارة الدنيا:

وتضطلع بمهمة هذا النوع من التخطيط الإدارة الدنيا التي تتمثل عادة بالمشرفين ورؤساء الشعب وهذا النوع من التخطيط طبيعته تشغيلية، ويتم خلال فترة زمنية قصيرة تكون أقل من سنة ويشترك في وضع الخطط على مستوى الإدارة الدنيا الأقسام المعنية والأفراد بحيث تحقق الخطط التشغيلية الأهداف القريبة التي تسهم فيما بعد تحقيق الخطط التكتيكية والإستراتيجية.

مراحل التخطيط :

إن التخطيط كعملية أساسية في كل مؤسسة ينطوي على مجموعة مترابطة من المراحل تتمثل فيما يلي:

أولاً: التعرف على الفرص المتاحة واكتشافها[1]:

إن الخطوة الأولى في عملية التخطيط هي محاولة التعرف على الفرص (المشاكل) المتوقعة الحدوث في المستقبل، ثم دراسة هذه الفرص دراسة كاملة لمعرفة جوانب القوة والضعف فيها وتتم دراسة الفرص من خلال معالجة الجوانب التالية:

1. العوامل المحيطة بالمنظمة مثل العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية.
2. طبيعة السوق الذي تنشط فيه المنظمة.
3. درجة المنافسة السائدة.
4. معرفة رغبات العملاء والمستهلكين.
5. ظروف البيئة الداخلية مثل نوع الخبرات والكفاءات لدى الأفراد ونوع الآلات والمعدات.

ثانياً: تحديد الأهداف[2]:

تعتبر الأهداف مزيج من الغايات الواقعية التي تصبو المؤسسة إلي تحقيقها والأهداف تعكس مدى قدرة المؤسسة على التفاعل مع المحيط ويعتبر تحديد الأهداف الأساس في العملية التخطيطية لأنه يمكن من:

---

(1) عبد الغفار حنفي، عبد السلام قحف، المرجع السابق، ص350.

(2) أ.د. أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، المرجع السابق، ص ص106-109.

1. وضع خطة متكاملة ومتناسقة خاصة إذا كانت الأهداف دقيقة.
2. توحيد جهود الإدارات والأقسام والأفراد.
3. المساعدة على التنبؤ بالسلوك والأحداث المستقبلية.

ثالثاً: وضع الفروض التخطيطية:

إن المرحلة الثالثة في التخطيط هي وضع الفروض التي تمثل المستقبل الذي على أساسه ستوضع الفروض المستقبلية، أي بعبارة أخرى البيئة المستقبلية التي ستعمل فيها الخطط.

رابعاً: تحديد البدائل:

تقتضي هذه المرحلة تجميع كل البدائل وطرق العمل حتى يتسنى للمؤسسة التعرف على البديل المناسب لتحقيق الأهداف المرجوة. كما يرى البعض أنه من النادر وجود خطة يمكن تنفيذها من خلال بديل واحد فقط بل يوجد أكثر من بديل وفي الغالب ما يكون البديل الغير ظاهر هو عادة أفضل البدائل.

خامساً: تقييم البدائل:

بعد تحديد أفضل البدائل واختيار نقاط القوة والضعف فيها تأتي الخطوة التالية وهي تقييم هذه البدائل عن طريق وزن العوامل المختلفة على ضوء الفروض والأهداف، فاحد البدائل قد يبدو أكثرها ربحية لكنه يستلزم مدفوعات نقدية ضخمة، بينما بديل آخر يكون اقل ربحية ولكنه ينطوي على خطر اقل.

سادساً: اختيار البديل المناسب:

بعد تقييم البدائل المتوفرة تأتي مرحلة اختيار البديل المناسب الذي سيحقق الأهداف بأقل مخاطرة واقل تكاليف وأعلى عائد والذي حاز على رضا وقبول الأفراد القائمين على عملية التنفيذ، ومن ثم تحديد الأنشطة والأعمال التي يجب القيام بها لوضع البديل المختار موضع التنفيذ.

أنواع التخطيط المالي:

يمكن تناول أنواع التخطيط المالي من حيثيات مختلفة كالآتي[1]:

(1) www.tahasoft.com/books/275.docx.

أولاً: من حيث الشمولية هنالك نوعان من التخطيط المالي :

1/ تخطيط مالي شامل:

وهو التخطيط على المستوى القومي الذي يعرفه أحد كتّاب الاقتصاد "بأنه تنبؤ فعال وعاقل هدفه تنظيم العمل في المجال المالي في الاقتصاد القومي في فترة زمنية مقبلة لتحقيق أهداف الخطة الاقتصادية والاجتماعية العامة بوساطة الوسائل المالية المتاحة"

2/ تخطيط مالي جزئي:

وهو التخطيط على مستوى المنشأة والمتضمن الأنشطة التالية:

أ. التنبؤ بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة للفترة المقبلة.

ب. تحديد مصادر الحصول على الأموال مع تحديد التوقيت اللازم للحصول عليها.

ج. تنظيم الأموال وتوزيعها في القنوات التي تحقق الاستخدام الأمثل لها.

ثانياً: من حيث الفترة الزمنية التي يغطيها التخطيط هناك:

1/ التخطيط المالي طويل الأجل:

يعد التخطيط المالي طويل الأجل من أهم الأسس التي يعتمد عليها نجاح المنشأة ونموها في الأجل الطويل، فالخطط المالية طويلة الأجل تساهم في وضع السياسات المالية للمنشأة وعلى ضوء تلك السياسات يتم إعداد الخطط قصيرة الأجل، لذلك يمكن النظر إلى الخطط والميزانيات والقوائم التي تعدها المنشأة في الأجل القصير على أنها إرشادات عملية لتحقيق الأهداف المالية طويلة الأجل.

2/ التخطيط المالي قصير الأجل:

يعتمد التخطيط المالي قصير الأجل على إعداد مجموعة من القوائم الهامة التي تشمل النتائج المالية المتوقعة لأنشطة المنشأة خلال فترة زمنية قادمة.

مبادئ التخطيط المالي:

يمكن حصر مبادئ التخطيط المالي في الآتي[1]:

---

(1) المصدر السابق.

1. مبدأ تحديد الهدف: الأهداف المالية هي المحور الأساسي الذي يدور حوله التخطيط المالي.
2. مبدأ المرونة: لا يمكن أن تكون الخطة المالية جامدة أو ساكنة في ظل ظروف اقتصادية وفنية تتميز بالتغير السريع.
3. مبدأ الوضوح: لضمان إخراج الخطة إلى حيز التنفيذ لابد أن تكون واضحة ومصاغة بلغة مبسطة يسهل على المعنيين بالتنفيذ فهمها.
4. مبدأ دقة التنبؤ المالي: كلما كان التنبؤ بأحداث المستقبل مطابق للمستقبل نفسه كان أساس التخطيط سليم.
5. مبدأ الشمولية: حتى يقضي التخطيط المالي على التناقضات والمشكلات والاختناقات من ناحية والتنسيق بين القرارات المتخذة في كافة الإدارات من ناحية أخرى لابد أن يكون شاملاً لكافة أنشطة المنظمة.
6. مبدأ التنسيق: بين الخطط الفرعية والخطط المالية.

العوامل التي تؤثر على فعالية التخطيط المالي:

يمكن حصر العوامل المؤثرة في فعالية التخطيط المالي فيما يلي[1]:

أولاً: العوامل الداخلية:

وتتمثل فيما يلي:

1. الطاقة الإنتاجية المتاحة للمشروع.
2. سياسات الائتمان.
3. سياسات العائد.
4. سياسات التمويل.
5. درجة كفاءة الشركة في مقابلة طلبات العملاء المتزايدة.

ثانياً: العوامل الخارجية:

وتتمثل فيما يلي:

1. العوامل الاقتصادية.

(1) www.site.iugaza.edu

2. العوامل الاجتماعية.
3. العوامل السياسية.
4. العوامل القانونية.
5. العوامل التكنولوجيا.
6. العوامل المناخية.

متطلبات التخطيط المالي الفعال:

يمكن حصر متطلبات التخطيط المالي الفعال فيما يلي[1]:

1. الاستفادة من معلومات وحوادث الماضي وتحليل البيانات المالية.
2. التنبؤ الدقيق مع التأكيد على ضرورة تنسيق المعلومات التي تنبأ بها واستبعاد
3. المعلومات غير الضرورية .
4. تصميم خطة مالية فعالة الهدف الأساسي منها تحقيق التوظيف الكامل والأمثل للموارد المادية والمالية والبشرية من أجل رفع معدلات نمو الدخل القومي.

أما الاعتبارات التي تجعل الخطة المالية فعالة هي:

1. دقة عملية التنبؤ.
2. الوصول إلى أفضل خطة مالية ممكنة.
3. مراجعة ومتابعة الخطة المالية.

العوامل التي ترفع كفاءة التخطيط المالي:

يمكن حصر العوامل التي ترفع كفاءة التخطيط المالي فيما يلي:

أولاً: عوامل تتعلق بالعنصر البشري:

1. اختيار العناصر البشرية المؤهلة والمختصة والمتمتعة بالخبرة والكفاءة فإذا أحكمنا السيطرة على عمليات إجراءات التوظيف وطبقنا قواعد نظام الجدارة نكون قد نجحنا في وضع العامل المناسب في المكان المناسب.

(1) www.tahasoft.com/books/275.docx

2. التدريب والتأهيل بهدف زيادة المعارف والمهارات وصقل الشخصية العلمية للإنسان ليصبح قادراً على انجاز العمل بنجاح وخصوصاً المدير المالي بحيث يصبح قادراً على اختيار الخطة المالية من خلال الاعتماد على الخبرة والطرق العلمية.
3. العمل على إشباع حاجات ورغبات العامل وتأمين ظروف عمل مناسبة له.
4. العدالة والمساواة في المعاملة وربط الأجر بالمؤهل والخبرة ومقدار العمل الذي ينجزه الفرد.
5. منح الحوافز للعاملين وخصوصاً في أقسام التخطيط بهدف ضمان استمراريتهم بالعمل ورفع كفاءتهم .

ثانياً: عوامل تقنية فنية:

يجب على إدارة كل منشأة مواكبة ومسايرة الأساليب الحديثة والتقنيات العصرية التي توصل إليها العلم، والعمل على الاستفادة منها في كافة المجالات من منطلق أن تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية تتطلب الاستفادة من التقدم العلمي والتكنولوجي، فتطبيق أحدث نتائج التكنولوجيا واستخدامها بشكل عقلاني في عملية التخطيط وخاصة المالي منه سيقود إلى زيادة فعالية أنشطة المنشأة من خلال زيادة الأرباح عن طريق تخفيض التكاليف وذلك بتقليل نسب الهدر والتبذير والاستغلال الأمثل للطاقات المتاحة.

معوقات التخطيط المالي:

تتمثل معوقات التخطيط المالي في الآتي[1]:

1. صعوبة تحديد نسبة المخاطرة في المستقبل البعيد.
2. نقص المعلومات الدقيقة المستقبلية عن الموضوع المخطط له.
3. اعتماد التخطيط على كثير من الفرضيات إذ لا يوجد معيار ثابت يحكم عملية التخطيط.

(1) المصدر السابق.

4. ظهور بعض الحالات الطارئة غير المخطط لها الأمر الذي يسهم في فشل التخطيط المالي.

أن التخطيط من أهم وظائف الإدارة في أي نشاط اقتصادي لأن نجاح النشاط أو فشله في تحقيق أهدافه يعود إلي مستوى التخطيط والإعداد الجيد والمسبق لأي عمل والذي يتضمن جمع البيانات والمعلومات ودراستها وتحليلها، حيث يمكن المسئولين في الإدارة من رسم سياساتهم واختيار أفضل البدائل المطروحة عليهم واتخاذ أفضل القرارات.

ثانياً: الرقابة المالية:

يتناول هذا المبحث مفهوم الرقابة المالية، الرقابة المالية في الدولة الإسلامية، الفرق بين الرقابة والمراقبة، الأركان الأساسية للرقابة وأهمية وأهداف الرقابة المالية وأنواع الرقابة المالية من حيثيات مختلفة وخصائص نظام الرقابة المالية الفعال والمقومات الأساسية لأنظمة الرقابة المالية، وأدوات وأساليب الرقابة المالية.

مفهوم الرقابة المالية:

الرقابة في اللغة تعني المحافظة على الشيء وصونه وحراسته، كما تعني الاحتراز والتحوط والمراعاة[1].

ويمكن تعريف الرقابة المالية بأنها: "هي الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها هذا الحق للتعرف على كيفية سير العمل داخل الوحدة الاقتصادية وللتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها، ومن تحصيل الموارد طبقاً للقوانين واللوائح والتعليمات السارية، وللتأكد من مدى تحقيق الوحدة لأهدافها بكفاية وفاعلية بهدف المحافظة على الأموال والتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء وللكشف عن الانحرافات وبحث الأسباب التي أدت إلي حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها في المستقبل"[2].

---

(1) حسين ريان، الرقابة المالية في الفقه الإسلامي، عمان، دار النفائس، 1999م، ص16.

(2) د. محمد توفيق محمد، علي إبراهيم طلبة، المراجعة والرقابة المالية، (القاهرة، الدار الهندسية عين شمس، (د.ت)، ص215.

وأيضاً يمكن تعريفها بأنها: "عملية قياس الأداء الفعلي للأفراد وللتصرفات المبرمة بالمنظمة على حد سواء للتأكد من مدى الالتزام بالقرارات والتعليمات والتوجيهات التفصيلية المتعلقة بالخطة المعتمدة وتبعاً لمعايير مناسبة محددة سلفاً"[1].

إن الرقابة هي تلك العملية التي تقيس الأداء الفعلي ومقارنته بالأهداف المحددة مسبقاً.

الرقابة المالية في الدولة الإسلامية:

أرست الشريعة الإسلامية قواعد الرقابة المالية الإسلامية والتي تطورت مع دول الخلافة المزدهرة، فأصبح لها أجهزة ودواوين تباشر رقابة فاعلة ومستمرة على مالية الدولة وحمايتها من العبث والضياع بجانب الرقابة الذاتية التي غرستها العقيدة الصادقة في نفوس المسلمين، وذلك في ظل اقتصاد إسلامي مميز عن النظم الاقتصادية المعاصرة، ورغم الفارق الكبير بين النظم الإدارية والمالية في الدولة الإسلامية وما آلت إليه هذه النظم الآن في الدولة الحديثة.

وقد كانت الرقابة المالية في الإسلام لها سمات مميزة تنطوي على قواعد وأسس ومبادئ عامة تصلح للتطبيق العملي في الدول الإسلامية الآن وتفوق في سائر جوانبها الرقابة الحديثه مطبقة في عدد من الدول الحديثة.والرقيب: هو الحافظ الذي لا يغيب عنه شيء والرقيب من يلاحظ أمراً ما، والرقيب: الحارس، والرقيب من الجيش: الطليعة وجمعه رقباء. والمراقب: من يقوم بالرقابة، والرقيب: اسم من أسماء الله الحسنى، ومعناه الحفيظ الذي لا يغفل أو الحاضر الذي لا يغيب. أن نشأة الرقابة المالية يرجع إلى نشأة الدولة وملكيتها للمال العام وإدارته إنابة عن الشعب وقد اتسع نشاط الإدارة وازداد حجم المال العام مع تطور وظيفة الدولة مع المحافظة على الأمن الداخلي والخارجي وإقامة العدل إلى التدخل في مختلف نواحي النشاط الاقتصادي. وتعتبر الرقابة المالية ركناً من أركان التنظيم والتخطيط في الدولة الحديثة ولا يقف دورها على مجرد المراجعة المستندية والاقتصادية للمستندات

(1) أ. د. أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، المرجع السابق، ص330.

والحسابات، بل يمتد ليشمل تقويم الأداء والتحليل المالي واتخاذ ما قد يلزم من إجراءات تصحيحية[1].

الفرق بين الرقابة والمراقبة:

الرقابة: ترتبط بوجود بيانات مخططة محددة مسبقاً لتحديد الانحرافات من خلال مقارنة البيانات الفعلية مع البيانات المعيارية.

المراقبة: التأكد من صحة وسلامة العمليات بشكل مستمر والتأكد من مطابقتها لقواعد وأصول العمل بصرف النظر عن وجود معلومات أو بيانات تكاليف معيارية[2].

الأركان الأساسية للرقابة:

الأركان الأساسية للرقابة يمكن صياغتها فيما يلي[3]:

1/ الأهداف المحددة مسبقاً:

قد تكون هذه الأهداف المحددة مسبقاً في صورة خطة أو سياسة أو معيار أو نمط أو مقياس. فاللوائح المالية قوانين ربط الموازنة وما تضمنه من قواعد وضوابط تعتبر أهداف محددة مسبقاً تتم على أساسها الرقابة اللائحية والمحاسبية والمالية والتكاليف المعيارية ومعدلات الأداء المعيارية تعتبر أهداف تتخذ أساساً للمقارنة في الرقابة الاقتصادية وتقييم الأوامر.

2/ قياس الأداء الفعلي:

لقياس الأداء الفعلي لابد من وجود وسيلة للقياس، ويتم القياس عادة بالاعتماد على ما توفره النظم المحاسبية والأساليب الإحصائية من بيانات ومعلومات، كما يجب أن يتم هذا القياس بخاصية السرعة في عرض النتائج لزيادة فاعلية الرقابة، ولتحقيق سرعة توصيل النتائج الفعلية للأداء إلي من بيده سلطة إحداث التغيرات فإنه يجب توفير نظم ذات كفاءة عالية.

3/ مقارنة الأداء الفعلي بالمستهدف:

إن عملية المقارنة المشار إليها ليست هدفاً في حد ذاته، وإنما هي وسيلة للتعرف على انحراف النتائج المحققة عن الأهداف المخططة تمهيداً لتحليل تلك النتائج لاتخاذ القرارات المناسبة في ضوء هذا التحليل.

---

(1) www.kantakji.com/media/8378/11.doc

(2) http://www.uop.edu.jo/material/114455|6320|0.doc

(3) د. محمد توفيق محمد، علي إبراهيم طلبة، المرجع السابق، ص ص210-212.

4/ تحليل النتائج لاتخاذ القرارات المناسبة:

إن الهدف من تحديد الأهداف المسبقة، وقياس الأداء الفعلي، ومقارنته بالأداء المستهدف كلها خطوات أساسية تخدم الركن الرابع من أركان الرقابة وهو تحليل النتائج لاتخاذ القرارات المناسبة على ضوء ما تسفر عنه نتائج التحليل وذلك لتحقيق الهدف الأساسي من عملية الرقابة وهو ضمان الاستخدام الأمثل لموارد الوحدة الاقتصادية.

أهمية الرقابة المالية:

إن أهمية الرقابة المالية تتركز في العناصر الرئيسية التالية[1]:

1/ تعكس الرقابة المالية صورة نتائج الأنشطة والأعمال النهائية للمنشأة:

حيث أن الرقابة المالية هي الأداة التي تمكن المنشأة من قياس مدى كفاءة الخطط المالية الموضوعة وكيفية تنفيذها، كما أنها تعرض البدائل الأفضل لتحقيق الأهداف، فالرقابة تمكن إدارة المنشأة من التعرف على مدى الإنجاز والجودة في أداء الموظفين ومدى تحقيقهم للأهداف الموضوعة مسبقاً، ولعل الإسراف والتسيب من أبرز النتائج التي يعكسها الأداء عند غياب العنصر البشري.

2/ ارتباط الرقابة المالية بوظيفة التخطيط:

لا تمارس الرقابة المالية على الأعمال لم يتم التخطيط لها مسبقاً، فالمعايير الرقابية لابد أن تستند إلي خطط واضحة ومحددة قابلة للتحقق، كما أن الخطط الموضوعة لا يمكن التأكد من سلامة تنفيذها دون وجود نظام فعال للرقابة المالية، فكل من الرقابة المالية والتخطيط المالي عنصران مهمان يكملان بعضهما البعض لإنجاز المهام المالية، وتجدر الإشارة إلي أن من أساليب الرقابة المالية هي أساليب تخطيطية كالموازنات التخطيطية وأساليب الرقابة على المخزون تحليل القوائم المالية.

3/ تحقيق الرقابة المالية يتطلب وجود هيكل تنظيمي متكامل واضح يبين درجات المسئولية للعناصر الإدارية في التنظيم:

يساهم الهيكل التنظيمي الواضح والمتكامل في تحقيق المسائلة المطلوبة في ضوء اللوائح المحددة للصلاحيات والمسئوليات، الأمر الذي يمكن من

---

(1) محمد الصحن وآخرون، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، 2002م، ص ص338-339.

تصحيح الانحرافات بسهولة يساعد على أقل تقدير في تحديد مواطن الانحراف وأسبابها وتحديد المسئول عن اتخاذ الإجراء التصحيحي الملائم، ويتم ذلك بالرجوع إلي الدليل التنظيمي الممثل في الهيكل التنظيمي وتحديد الصلاحيات والمسئوليات والسلطات المخولة لكل موظف.

4/ تأثر الرقابة المالية بمدى وجود توجيه سليم للعاملين بالمنشأة:

يعتبر الموظفون في جميع المستويات الإدارية هم الأكثر تأثيراً إيجاباً وسلباً في النظام الرقابي، حيث أن الرقابة المالية تتيح المجال لإجراء تعديلات في نظم الاتصال والقيادة عند اكتشاف أخطاء في تنفيذ المهام، لذلك فإن عمل الرقابة المالية يزاد سهولة وفعالية كلما توافر نظام فعال للاتصال.

أهداف الرقابة المالية:

يمكن صياغة أهداف الرقابة المالية فيما يلي[1]:

1. التحقق من الموارد قد حصلت وفقاً للقوانين واللوائح والقواعد السارية والكشف عن أي مخالفة أو انحراف.
2. التحقق من أن الإنفاق تم وفقاً لما هو مقرر لها والتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها دون إسراف أو انحراف والكشف عما يقع في هذا الصدد من انحرافات.
3. متابعة تنفيذ الخطة الموضوعة وتقييم الأداء في الوحدات للتأكد من أن التنفيذ يسير وفقاً للسياسات الموضوعة ولمعرفة نتائج الأعمال والتعرف على مدى تحقيق الأهداف المرسومة والكشف عما يقع من انحرافات وما قد يكون في الأداء من انحرافات وأسباب ذلك لاتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة وللتعرف على فرص تحسين معدلات الأداء في المستقبل.
4. التأكد من سلامة القوانين واللوائح المالية والتحقق من مدى كفايتها وملاءمتها واكتشاف نقط الضعف فيها لاقتراح وسائل العلاج التي تكفل إحكام الرقابة دون تشدد في الإجراءات قد يعوق سرعة التنفيذ أو تسبب يؤدي إلي ضياع الأموال.

---

(1) محمد توفيق محمد، علي إبراهيم طلبة، المرجع السابق، ص ص215-216.

إن الهدف للرقابة المالية هو ضمان حسن استخدام الموارد الاقتصادية للوحدات الاقتصادية أو الخدمية.

أنواع الرقابة المالية:

إن الرقابة المالية عملية دائمة ومستمرة تدور مع المال العام وجوداً وعدماً، فتختلف أشكالها وتتعدد أنواعها وتتباين صورها، وعلى الرغم من هذا التباين، إلا أنه يمكن تقسيم الرقابة المالية إلى الأنواع التالية(1):

أولاً: الرقابة المالية من حيث توقيت عملية الرقابة:

ويمكن تقسيم الرقابة المالية من حيث التوقيت إلي:

النوع الأول: الرقابة المسبقة:

تعني الرقابة المسبقة ضرورة الموافقة المسبقة من أجهزة الرقابة على القرارات المتعلقة بالتصرف في الأموال، ومن الطبيعي أن عمليات الرقابة هنا تتم على جانب النفقات فقط حيث ليس من المنظور أن تتم الرقابة المسبقة على تحصيل الإيرادات ولكن تعني المواقف مقدماً على تقرير الإيرادات وتوزيعها على بنود المصروفات وقد تمتد إلي أكثر من ذلك فتشمل فحص المستندات والتأكد من سلامتها، وهي رقابة مانعة، أي تمنع حدوث الأخطاء والمخالفات المالية لذلك يطلق عليها الرقابة المانعة فهي بذلك تحول دون تبديد الموارد العامة وتحقق وفراً في الإنفاق العام.

النوع الثاني: الرقابة أثناء التنفيذ:

هذا النوع من الرقابة تقوم به أجهزة داخل الوحدات الإدارية أو الاقتصادية للتأكد من سلامة ما يجري عليه العمل داخل هذه الوحدات، ومن أن التنفيذ يسير وفقاً للخطط والسياسات الموضوعة ويمكن أن نطلق عليه هذه الرقابة بالرقابة الذاتية، أو الرقابة الكاشفة أي تكشف أي انحرافات أثناء التنفيذ أول بأول وبالتالي تمنع تكرار وتراكم الأخطاء والانحرافات.

(1) محمد توفيق محمد، علي إبراهيم طلبة، المرجع السابق، ص ص218-244.

النوع الثالث: الرقابة اللاحقة:

تتمثل الرقابة اللاحقة في فحص ومراجعة العمليات المالية التـي تمـت بالفعـل للكـشف عندما يكون قد وقع من مخالفات وانحرافات مالية. ويعرف هذا النوع من الرقابة بالشمول حيث أنه يشمل فحص الحسابات في مجموعهـا ويتـاح لهـا الإلمـام بالعمليـات الماليـة كاملـة وإجـراء المقارنـات بـين الحـسابات والأنظمـة ذات الطـابع المـشترك، وعقـد المقارنـات بـين المصروفات والتكاليف في السنوات المختلفة للتعرف على الاتجاهات سـلباً أو إيجابـاً وتحليـل أسباب الزيادة والنقصان في هذه النفقات ولذلك فإن الرقابة اللاحقة تكـشف وتحـسم كثـيراً من الأخطاء والانحرافات التي قـد يتعـذر اكتـشافها، أولا تظهـر عـلى حقيقتهـا إذا روجعـت متعددة وتتضح بعد تجميعها.

ثانياً: الرقابة المالية من حيث الجهة التي تتولى الرقابة:

يمكن تقسيم الرقابة المالية من حيث الجهة التي تتولى الرقابة إلي نوعين من الرقابة:

النوع الأول: الرقابة الداخلية:

وهي الرقابة التي تتم داخل السلطة التنفيذية نفسها على الوحدات التابعـة لهـا، فهـي رقابة ذاتية تمارسها الوحدات القائمة بالتنفيذ والمشرفة عليه ويعتبر من قبيل الرقابة الداخلية ما يلي:

1. إدارة المراجعة الداخلية على مستوى الوحدة.
2. الرقابة على مستوى المصلحة أو الهيئة أو القطاع.
3. رقابة الوزير التابع له الوحدة أو المصلحة أو الهيئة أو القطاع.
4. رقابة وزير الخزانة أو البنك المركزي على الوزارات والمصالح والوحدات، وتعتـبر هـذا أيضاً من قبيل الرقابة المالية الداخلية حيث أن جميعها تخضع للسلطة التنفيذيـة في الدولة.

النوع الثاني: الرقابة الخارجية:

تتمثل الرقابة الخارجية في تلك الرقابة التي تتولاها أجهزة رقابيـة خارجـة غـير خاضـعة للسلطة التنفيذية وهي في الغالب رقابة لاحقة وقد تكون هذه الرقابة إداريـة أو قـضائية أو رقابة تشريعية.

ثالثاً: الرقابة المالية من حيث السلطات المخولة للجهة الرقابية:

ويمكن تقسيم الرقابة المالية من السلطات الممنوحة للجهة القائمة بأعمال الرقابة المالية إلى نوعين:

النوع الأول: الرقابة الإدارية:

هي تلك الرقابة التي تكون مهمتها جمع البيانات وتحليلها للوصول إلي نتائج معينة للتأكد من تطبيق الوائح والتعليمات وتحقيق الأهداف الموضوعة بكفاءة تامة مع وجود سلطة التوجيه باتخاذ القرارات المناسبة لتجنب أي انحراف أو مخالفات، فدور هذا النوع من الرقابة ينتهي عند اكتشاف الأخطاء والمخالفات والتنبيه إليها أو إحالتها للسلطات المختصة.

النوع الثاني: الرقابة القضائية:

يقصد بالرقابة القضائية، تلك الرقابة التي تتولاها هيئة قضائية تكون مسئولة عن إجراء عمليات الرقابة واكتشاف المخالفات المالية، وقد يعهد إليها بمحاكمة المسئولين عن هذه المخالفات وإصدار العقوبات اللازمة، فمن حق هذه الأجهزة سلطة توضيح الجزاء عند وقوع المخالفة.

رابعاً: الرقابة المالية من وجهة النظر المحاسبية والاقتصادية:

يمكن تقسيم الرقابة المالية من وجهة نظر المحاسبية والاقتصادية إلي نوعين:

النوع الأول: الرقابة المالية المستندية:

هي الرقابة على المستندات والسجلات والدفاتر المالية للتأكد من أن الموارد حصلت وفقاً للتعليمات وقد أنفقت في حدود الاعتمادات المخصصة لها وأن مستنداتها مستوفاة وصحيحة ومطابقة لما هو وارد بالسجلات فهي رقابة بالأساليب المحاسبية المتعارف عليها وقد تكون قبل الصرف أو بعد الصرف ويطلق عليها البعض الرقابة الحسابية أو التقليدية أو اللائحية حيث أنها تركز على المحاسبة وأساليبها المختلفة وعلى تطبيق القوانين والقرارات واللوائح المعمول بها.

النوع الثاني: الرقابة الاقتصادية:

وهذا النوع من الرقابة هو عبارة عن تلك العمليات التي تقيس الأداء الجاري وتقوده إلي أهداف معينة محددة مسبقاً فهذه الرقابة تتطلب وجود

أهداف محددة مسبقاً لقياس الأداء الفعلي وأسلوباً لمقارنة الأداء المحقق بالهدف المخطط لأنه على أساس نتائج هذه المقارنة يوجه الأداء بحيث يتفق مع الهدف أو المعيار المحدد لهذه الأعمال من قبل وهذا النوع من الرقابة لا يحقق الأهداف المرجوة منه دون رقابة مستندية تؤكد صحة وسلامة البيانات المستخدمة.

خصائص نظام الرقابة المالية الفعال:

ومن أهم الخصائص التي يجب أن تتوافر في نظام الرقابة المالية الفعالة هي[1]:

1. أن تكون المعايير الرقابية والسائل المستخدمة مناسبة.
2. أن تكون الوسائل الرقابية المطبقة اقتصادية بقدر الإمكان، فليس هنالك ما يدعو لاستخدام أساليب رقابية باهظة التكاليف طالما توجد وسائل أرخص تؤدي الغرض نفسه، وذلك لتقليص التكاليف الكلية بقدر الإمكان.
3. أن يكون المراقب ملماً بكيفية استخدام هذه الوسائل أي تتوافر لديه المهارة الفعلية على تطبيقها وهو ما يمكن تحقيقه من خلال التأهيل العلمي المناسب أو من خلال التدريب على استعمالها.
4. أن تعدد وتنوع الوسائل والأدوات الرقابية المستعملة حيث لا توجد وسيلة رقابية واحدة تصلح مع كل الأفراد أو لكل التصرفات والمعادلات أو لكل الأنشطة أو لجميع المنظمات، فكل طرف من هذه الأطراف ينبغي أن يكون له وسائله الملائمة له.
5. أن تكون النظم الرقابية مرنة أي قابلة للتغيير لمسايرة التغيرات التكنولوجية التي تستحدث على الأداء الفعلي لتحقيق المزيد من الفاعلية سواء للمراقبين أنفسهم، أو الواقعين تحت المتابعة.

أن خصائص نظام الرقابة المالية الفعال يتمثل في:

1. السهولة.

---

(1) أ. د. أحمد بن عبد الرحمن الشميمري وآخرون، المرجع السابق، ص ص252-253.

2. الارتباط بمراكز اتخاذ القرار.

3. سهولة تسجيل الانحرافات.

4. المرونة.

5. الاعتماد على الاتصال والمعلومات.

المقومات الأساسية لأنظمة الرقابة المالية:

يتطلب قيام أنظمة الرقابة المالية بدورها بطريقة فعالة توجد مجموعة من المقومات الأساسية تساهم في إنجاح دورها وتتمثل في:

أولاً: هيكل تنظيمي إداري:

يمكن تحديد درجة متانة وجود الهيكل التنظيمي من خلال توافر المرونة في تصميم الخرائط التنظيمية والقابلية للتطور مستقبلاً، بالإضافة لاستقلال الإدارات الممارسة للمهام المالية بشكل تام[1].

ثانياً: نظام محاسبي سليم:

يعرف النظام المحاسبي بأنه: "مجموعة من الطرق والإجراءات والتعليمات المحاسبية المناسبة، تستخدم مجموعة من المستندات والسجلات المحاسبية بهدف حماية موجودات المنشاة، وتقديم البيانات المالية الدقيقة ضمن تقارير وقوائم مالية تعكس نتائج النشاط في المنشأة"[2].

أساليب ووسائل الرقابة المالية:

توجد أساليب عامة للرقابة تعتبر أدوات أساسية للعمل الرقابي وهذه الأساليب لا تختلف في مضمونها في الرقابة على وحدات الجهاز الإداري للدولة أو في الرقابة على وحدات القطاع العام، ولكن قد يستخدم أسلوب او أكثر في وحدة من الوحدات ولا يستخدم في الوحدة الأخرى وقد تختلف الوسائل المستخدمة في الرقابة على الوحدة ذاتها بين عام وآخر تبعاً لنظام العمل وحجم الوحدات وطبيعة نشاطها. وقد اهتمت الدول كثيراً بأساليب تنفيذ العملية الرقابية لحماية المال العام وصيانة مواردها وقد نظمت لذلك المؤتمرات الدولية لتطوير أساليب وإجراءات المراجعة الهادفة لتحقق الرقابة أهدافها بأفضل الطرق وبأقل التكاليف.

---

(1) توفيق أبو رقبة وآخرون، تدقيق ومراجعة الحسابات، دار الكنزي للنشر والتوزيع، 1991م، ص107.

(2) أكرم حماد، الرقابة المالية في القطاع الحكومي، جهينة للنشر والتوزيع، 2005م، ص47.

ومن أهم الأساليب ووسائل الرقابة المالية[1]:

أولاً: الملاحظة والمشاهدة:

يستخدم هذا الأسلوب الرقابي في أغلب الأحيان عن طريق مراقبة الوحدات وملاحظتها أثناء القيام بالعمل ويتم عادة بواسطة الرؤساء، والمشرفين في مستويات الإدارة المختلفة بهدف تصحيح ما يقع من أخطاء فور وقوعه للوقوف عن طريق أداء الأعمال ومراجعة النتائج المحققة.

وهذه الرقابة الدائمة والمستمرة متاحة لنظم الرقابة الداخلية، وهي بطبيعتها غير متاحة للأجهزة الرقابية الخارجية المتخصصة والتي لا يتوفر لها عادة إمكانية الرقابة الفورية عن طريق الملاحظة والمشاهدة.

ثانياً: المراجعة والفحص والتفتيش:

المراجعة والفحص أسلوب واحد يعني فحص الحسابات والدفاتر والمستندات بحيث يستطيع المراجع الاقتناع بسلامة المركز المالي وصحة حسابات النتيجة أو عدم سلامتها، فهو أسلوب للوصول إلي درجة معينة من الثقة له إجراءات وقواعد معينة.

وتتم عمليات المراجعة والفحص بواسطة مدقق فرد أو جهاز لم يشترك في العمليات التنفيذية، فيقوم بهذا مراقب الحسابات الخارجي وأجهزة الرقابة الخارجية المتخصصة وقد يباشر هذا العمل الرقابي بأساليب عديدة ومتنوعة منها:

1/ المراجعة الاختيارية:

المراجعة الاختيارية تتم بأخذ عينة من مجموعة المستندات والعمليات المالية للوحدة محل المراجعة.

2/ المراجعة المستمرة:

وعن طريق هذا الأسلوب يتم الفحص والمراجعة بصفة مستمرة للمستندات والقيود المحاسبية التي تثبت بدفاتر الوحدة طوال العام.

---

(1) د. عوف محمد الكفراوي، الرقابة المالية النظرية والتطبيق، ط2، مطبعة الانتصار، 2002م، ص ص78-81.

3/ مراجعة دورية:

وهذا النوع يتم على فترات دورية خلال السنة، كما يتم في حالة جـرد المخـازن والعهـد في فترات تحددها الإدارة أو يحددها المراقب الخارجي، كما قد تقوم أجهزة الرقابة الخارجيـة بمراجعات دورية لبعض الوحدات الخاضعة لرقابتها.

4/ مراجعة نهائية:

وتقصد بها المراجعة والفحص الذي يتم بعد انتهاء السنة المالية وإعداد القـوائم الماليـة والحسابات الختامية للوحدة، للوقوف على حقيقة هذه القوائم المالية والحسابات الختاميـة وبيان مدى صحتها ومطابقتها للواقع.

5/ المراجعة الشاملة:

وهذا الأسلوب يعني إجراء فحص منظم ومتكامل بين أنواع الرقابـة وبعـضها الـبعض في نظام واحد متناسق فيتضمن الرقابة المحاسبية والاقتصادية.

وقـد يكـون التفتـيش أحـد أسـاليب الرقابـة فـالتفتيش المـالي يعنـي فحـص الـدفاتر والمستندات للتأكد من سلامتها ومطابقتها للوائح والتعليمات المالية وقد يتم التفتيش بعـدة أساليب فقد يكون التفتيش مفاجئ أو دوري أو سنوي.

ويستخدم أسلوب التفتيش حتـى لا يـتمكن المراقـب مـن مداومـة الملاحظـة والمتابعـة واستمرارية المراجعة والفحـص وشـمولها، فيتبـع أسـلوب التفتـيش المفـاجئ عـلى الوحـدات للتأكد من سلامة تصرفاتها.

ثالثاً: الحوافز والجزاءات:

تقرير الحوافز للجهود الممتازة وللعامل الكـفء وتوقيـع الجـزاءات عـلى العامـل المخـالف والمهمل يعتبر أسـلوب غـير مبـاشر مـن أسـاليب الرقابـة يـساعدها عـلى تحقيـق أهـدافها دون وجود رقيب أو مشرف، فترقب الحوافز والخوف من خفـضها أو انقطاعهـا فـضلاً عـما قـد يوقـع من جزاء بالخصم من الراتب أو التأخير في استحقاق العلاوات والترقيات كل هـذا يـدفع العامـل ذاتياً دون مراقب إلي تحقيق مـا تهـدف إليـه العمليـة الرقابيـة فيتجنـب الوقـوع في المخالفـات

فيحاول دائماً رفع معدلات الأداء فإن وجود نظام كفء للثواب والعقاب يطبق تطبيقاً سليماً سيؤدي ولاشك إلي زيادة الإنتاج والمحافظة على المال العام وصيانته.

رابعاً: النظم والتعليمات واللوائح:

ومن أهم وسائل الرقابة والنظم والقواعد المالية التي تحددها القوانين واللوائح والتعليمات المعتمدة وهي من أهم الأدوات التي تقوم عليها عملية الرقابة حيث يتعين الالتزام بها ويعتبر الخروج عليها مخالفة مالية تستوجب المساءلة فإن عدم الالتزام بها قد يؤدي إلي إضاعة المال العام وعدم تنميته وعدم تنفيذ الخطط والبرامج الموضوعة.

وأن أساليب أو أشكال الرقابة تتمثل في:

1/ الرقابة على الإنتاج: وهي رقابة لقياس أن الإنتاج جاء كما هو مخطط له من حيث شكله ومواصفاته ثم من حيث جودته المطلوبة كذلك وفق الزمن المخطط له.

2/ الرقابة على التسويق: وتعتبر أكثر صعوبة من الرقابة على الإنتاج تتعلق بعوامل مباشرة وداخلية يمكن التحكم فيها بحد كبير.

3/ الرقابة المالية: وهي تقوم على متابعة أداء النشاط المالي بما يتضمن انسياب الأداء المالي دون حدوث حالات شح للسيولة أو صرف غير قانوني أو مخالفات، وتشمل الرقابة المالية تحليل العوامل المؤثرة على الربحية والمركز المالي.

4/ الرقابة على سياسات الأفراد: وتعني الرقابة على مدى السلامة في تنفيذ السياسات المتعلقة بشئون الأفراد من اختيار وتوظيف وتدريب وشروط خدمة وترقية وحوافز، كما أن دورات العمل وعدم الاستقرار يستخدم كمؤشر لفشل سياسات الأجور.

الفصل الثالث

التحليل المالي

مفهوم التحليل:

ظهر التحليل المالي أول الأمر في ميدان الائتمان والاستثمار، ثم انتقل بعد ذلك إلى ميدان الإدارة المالية كوسيلة من وسائل الكشف عن أوجه الضعف والقوة في جانب أو جوانب معينة من نشاط الأعمال[1].

يتضمن مصطلح التحليل المالي Financial Analysis إيجاد العلاقة ذات الدلالة بين أرصدة القوائم المالية، فهو يشمل كل أنواع التحليل التفصيلي للبيانات المالية التاريخية قبل التخطيط للمستقبل[2].

يلعب التحليل المالي دوراً أساسياً في تقييم الأداء المالي للمنظمات، لتحديد نقاط القوة وجوانب الضعف والأسباب المفسرة لذلك، والتحليل المالي ليس هدفاً في حد ذاته، بمعنى أنه ليس رياضة ذهنية لقتل الوقت، حيث أن هدفه الرئيسي الاستفادة من أحداث الماضي لرسم خطط المستقبل[3].

يعتبر التحليل المالي من مسئولية المدير المالي في المشروع، حيث يقوم المحاسب في الشركة بإعداد وتحضير بيانات وقوائم مالية أهمها قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) وقائمة نتائج الأعمال (حساب الأرباح والخسائر)[4].

والتحليل المالي قد يكون تحليلاً داخلياً بهدف التخطيط للبيانات المالية، أو خارجياً يتعلق بالدائنين والمستثمرين من حملة الأوراق المالية وغيرهم ممن لهم صلة بنشاط المشروع[5].

---

(1) د. حمزة الشفعي، د. إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديث- منهج علمي تحليل في اتخاذ القرارات، عمان، دار الصفاء للنشر، 1998م، ص40.

(2) خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب والاستثمارات الإدارية، الأساليب الحديثة للتحليل المالي وإعداد الموازنات لأغراض التخطيط والرقابة، ب.ن، 2006م، ص11.

(3) د. عادل مبروك محمد، مقدمة في الأسس العلمية والتطبيقية للإدارة المالية، د.ن، 2000م، ص113.

(4) د. السيد محمد عبد الغفار، دراسات في التمويل والإدارة المالية، القاهرة، دار النهضة العربية للنشر، ب.ت، ص40.

(5) المرجع السابق، ص41.

وقد زادت أهمية التحليل المالي بعد التقدم الصناعي واتساع حجم المشاريع، فعلى الرغم مما يساهم به الإنتاج الكبير من وفر في تكاليف الإنتاج واتساع الأسواق إلا أنه جعل أعمال الرقابة والإشراف صعبة استلزمت توفير الكثير من البيانات المالية والمحاسبية والإحصائية وتطلبت جهازاً إدارياً متخصصاً يتناول هذه البيانات بالتدقيق والتحليل والتفسير[1].

يعتبر التحليل المالي من جوهر عملية اتخاذ القرارات في جميع مستويات المركز المالي الذي يحتاج إليها لاتخاذ قرار الاستثمار، والبنك الصرف، يحتاج إليها لاتخاذ قرار الإقراض[2].

تتوقف جودة التحليل ودرجة الاعتماد عليها على نوع ومقدار المعلومات المتاحة، فكلما تحسنت نوعية وكمية المعلومات كلما كان التحليل أكثر دقة، كذلك تتوقف جودة التحليل على إلمام المحلل بعلوم المحاسبة والاقتصاد والإدارة والإلمام بالظروف المحيطة بالمنشأة وبإدارتها، لذلك يوصف التحليل المالي بالعلم القائم على المعرفة والخبرة أكثر من كونه عملية ميكانيكية مبنية على أسس محدودة[3].

وقد تناول العديد من الكتاب تعريف التحليل المالي من عدة جوانب، فقد عرف التحليل المالي بالآتي:

"التحليل المالي هو تشغيل البيانات التاريخية بالقوائم المالية للتعرف على المركز المالي للمنظمة بما يساعد على وضع أسس الخطط المالية التي تحقق مصالح الملاك والإدارة والعاملين والمجتمع"[4].

كما عرف آخر التحليل المالي بأنه:

"عملية يتم من خلالها استكشاف مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط منشأة الأعمال، وتساعد في تحديد أهمية وخواص

---

(1) د. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارية المالية – مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، عمان، دار الميسرة للنشر، 1997م، ص41.

(2) د. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية – الاستثمار والتمويل – التحليل المالي، عمان، دار الحامد للنشر، 1998م، ص17.

(3) خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب والاستثمار الإدارية، مرجع سابق، ص11.

(4) د. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي – تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، عمان، مؤسسة الوراق للنشر، 2000م، ص37.

الأنشطة التشغيلية والمالية للمنشأة، وذلك من خلال القوائم المالية المعدة من قبل المنشأة"[1].

بالإضافة إلى ذلك فقد تم تعريف التحليل المالي بالآتي:

"علم له قواعد ومعايير وأسس يهتم بتجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية للمنشأة وإجراء التصنيف اللازم لها ثم إخضاعها إلى دراسة تفصيلية دقيقة وإيجاد الربط والعلاقة فيما بينهما، ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها والبحث عن أسبابها وذلك لاكتشاف نقاط الضعف والقوة في الخطط والسياسات المالية بالإضافة إلى تقييم أنظمة الرقابة ووضع الحلول والتوصيات اللازمة في الوقت المناسب".

كما عرف آخرون التحليل المالي بأنه:

"عبارة عن عملية معالجة للبيانات المالية المتاحة عن مؤسسة ما لأجل الحصول منها على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرارات وفي تقييم أداء المؤسسات التجارية والصناعية في الماضي والحاضر وكذلك في تشخيص أي مشكلة موجودة (مالية، تشغيلية) وتوقع ما سيكون عليه الوضع في المستقبل"[2].

مما تقدم تم تعريف التحليل المالي بالآتي:

"هو عملية تصنيف وتفسير للبيانات التي تشملها القوائم المالية ومن ثم استخدام نتائج هذه العملية كمؤشرات ذات دلالة في تقويم أداء المنشأة ووضع الخطط التصحيحية اللازمة في المستقبل وذلك للمساعدة في اتخاذ القرارات الرشيدة".

ويعرف التحليل المالي بأنه: "دراسة القوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب الكمية، وذلك بهدف إظهار الارتباطات والعلاقات بين عناصرها والتغيرات التي تجري على هذه لعناصر وأثر هذه التغيرات واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المنشأة من الناحية الائتمانية

(1) د. رشاد العصار، عليان الشريف، وعاطف الأخرس، إيمان الهنيني وأحمد الجعبري، الإدارة والتحليل المالي، عمان، دار البركة للنشر، 2001م، ص151.

(2) عيد الحليم كراجة، ياسر السكران، علي ربابعة، موسى مطر وتوفيق عبد الرحيم، الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم تطبيقات، عمان، دار صفاء للنشر، 2000م، ص141.

والتـشغيلية والتمويليـة وتقيـيم أداء هـذه المنـشآت، وتقـديم المعلومـات لكافـة الأطـراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات السليمة"[1].

وأن هذا التعريف تعريفاً عاماً للتحليل المالي حيث تناول جميع مؤشرات التحليل المـالي التي تساعد في تقويم أداء المنشآت.

يعد التحليل المالي أداة للكشف عن مناطق القوة والضعف وفي السياسات التي تؤثر في الربحية وتقويم أداء المنشآت، معتمداً على البيانات التي تظهر في الميزانية العموميـة وقائمـة الدخل[2].

يلاحظ أن هذا التعريف حصر التحليل المالي في كونه أداة لمعرفة نقاط القوة والـضعف والسياسات التي تؤثر في الربحية.

كما عرفه البعض بأنه: "تحليل القوائم المالية وخاصة قائمة المركـز المـالي وقائمـة الـدخل بغرض استخراج مؤشرات مالية تساعد في قراءة الأرقـام الـواردة بهـا وتـشخيص المركـز المـالي وقياس الأداء"[3].

يلاحظ أن هذا التعريف تناول جميع مقومات التحليل المالي.

كما عرف بأنه: "دراسة ما تحتويه القوائم المالية من معلومات بنظرة اقتـصادية هادفـة لاكتشاف سلوك تلك المعلومات، والوقوف على ما بين الأرقام التي تعرضها من علاقـة سـببية وذلك بقصد استخلاص مجموعة من المؤشرات والتي بعـد أن يـتم تفـسيرها، يمكـن الاعـتماد عليها في تقويم الأداء المالي للشركة وكذلك التنبؤ باتجاهات نشاطها المستقبلي"[4].

أن هذا التعريف تناول دور معلومات القوائم المالية في الحصول على مـؤشرات تـساعد في تقويم الأداء.

عرف التحليل المالي بأنه: "عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن منشأة ما للحصول على معلومـات، تـستعمل في اتخـاذ القـرارات أو تقـويم أداء

(1) د. منير هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، 1997م، ص27.

(2) د. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المـالي والائـتماني، الأسـاليب والاسـتخدامات، الأردن، عـمان، دار وائل للنشر، د.ت، ص3.

(3) أ. أبوالقاسم محمد الشيخ، برنامج التحليل المالي وقراءة القوائم المالية، الخرطوم، مكتبة الإدارة العامة، 2003م، ص1.

(4) د. منبير شاكر محمد وآخرون، مرجع سابق، ص16.

الشركات التجارية والصناعية في الماضي والحاضر وكذلك في تشخيص أي مشكلة سواء كانت مالية أو تشغيلية وتوقع ما يكون عليه الوضع في المستقبل(1).

ونخلص من التعريفات السابقة أن كل التعريفات ركزت على اعتبار التحليل المالي وسيلة مهمة للحصول على مؤشرات تساعد في قراءة الأرقام الواردة بالقوائم المالية، لمعرفة نقاط القوة والضعف من خلال مقارنة البيانات مع بعضها البعض، ومن ثم معرفة الانحرافات التي تتعرض لها المنشآت أسبابها والمسئول عنها والعمل على علاجها.

أهمية التحليل المالي:

تنبع أهمية التحليل المالي في اعتباره أحد مجالات المعرفة الاجتماعية التي تهتم بدراسة البيانات ذات العلاقة بموضوع التحليل، لتحقيق المراقبة الجيدة على استخدام الموارد المالية المتاحة في المشروع(2).

حيث يقوم المدير المالي بالتحليل المالي بهدف التعرف على جوانب القوة والضعف في المركز المالي للشركة والكشف عن العوامل والمتغيرات ذات التأثير على عائد حقوق الملكية، بالإضافة إلى الاستفادة من التحليل المالي وما يتولد عنه من نتائج في مجال التحليل المالي والرقابة(3).

وتتمثل أهمية التحليل المالي فيما يلي(4):

1. يتناول التحليل المالي بيانات النظام المحاسبي للمشاريع المختلفة، بغض النظر عن طبيعة عملها، ليمد متخذي القرارات في المجتمع بالمؤشرات المرشدة لسلوكياتهم في اتخاذ القرارات الرشيدة.
2. يساعد التحليل المالي في تقييم الجدوى الاقتصادية لإقامة المشاريع ولتقييم الأداء بعد إنشاء المشاريع، كما يساعد في التخطيط للمستقبل لأنشطة المشروع.

(1) أ. أبو القاسم محمد الشيخ، مرجع سابق، ص2.

(2) د. وليد ناجي الحيالي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، منهج علمي وعملي متكامل، عمان، مؤسسة العراق للنشر، 2004م، ص24.

(3) د. عبد الغفار حنفي، حلول وتطبيقات في الإدارة المالية، التحليل المالي، بيروت، الدار الجامعية للنشر، ص17.

(4) د. وليد ناجي الحيالي، مرجع سابق، ص25.

3. يساعد التحليل المالي في توقع المستقبل للوحدات الاقتصادية، من حيث معرفة مؤشرات نتائج الأعمال وبالتالي اتخاذ الإجراءات المناسبة لمواجهة الاحتمالات المختلفة.

استخدامات التحليل المالي:

يستخدم التحليل المالي للتعرف والحكم على مستوى الأداء في المنشآت واتخاذ القرارات الخاصة بها، ويمكن التحليل المالي في الأغراض التالية[1]:

1. التحليل الائتماني: الذي يقوم بهذا التحليل هم المقرضون، وذلك بهدف التعرف على الأخطار التي قد يتعرضون لها في حالة عدم قدرة المنشأة على سداد التزاماتها في الوقت المحدد لها.
2. التحليل الاستثماري: الذي يقوم بهذا التحليل هم المستثمرون من أفراد وشركات، حيث ينصب اهتمامهم على سلامة استثماراتهم ومقدار العوائد عليها، كما أن هذا النوع من التحليل يستخدم في تقييم كفاءة الإدارة في خلق مجالات استثمار جديدة.

ويمكن استخدام التحليل المالي في المجالات الآتية[2]:

1/ تحليل الاندماج والشراء: قد ترغب شركة في شراء شركة أخرى أو انضمام شركتين أو أكثر لتكوين شركة جديدة، وهنا لابد من تقييم كل شركتين وتقدير الأداء المستقبلي لها.

2/ تحليل تقييم الأداء: إن تقييم أداء المؤسسة يعتمد على تقييم ربحيتها وكفاءتها في إدارة موجوداتها، وتوازنها المالي وسيولتها وهذا لا يتم إلا من خلال استخدام التحليل المالي.

أيضاً من استخدامات التحليل المالي[3]:

1/ التخطيط: تلعب أدوات التحليل المالي دوراً مهماً في عملية التخطيط من حيث تقييم الأداء السابق للمنشأة وتقدير الأداء المتوقع.

---

(1) د. رشاد العصار وآخرون، مرجع سابق، ص151-152.

(2) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص142.

(3) أ.د. مؤيد عبد الرحمن الدوري، أ. أنور الدين أديب أو زناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، عمان، دار وائل للنشر، 2003م، ص13.

2/ الجهات الرسمية: تقوم الجهات الرسمية الممثلة في الدوائر الحكومية بأعمال التحليل المالي لتحقيق بعض الأغراض مثل: احتساب ضريبة الدخل المستحقة على المنشأة، التسعير لإنتاج المنشأة أو خدمتها ومتابعة نمو تطور المنشآت وخاصة الصناعية منها.

ويمكن استخدام التحليل المالي في تقويم الأداء المالي للمصارف، وهذا يؤدي إلى تقوية المركز المالي للمصرف ومن ثم زيادة ثقة المتعاملين معه والتأكد من سلامة استشاراتهم فيه.

أنواع التحليل المالي:

تعدد أنواع التحليل المالي بتعدد الجوانب التي ينظر بها إلى عملية التحليل المالي وبناءاً على ما تقدم من دراسة المدخل والأساليب، وأيضاً يمكن تقسيم أنواع التحليل المالي إلى ما يلي:

أ/ تقسيم أنواع التحليل من حيث نطاق عملية التحليل إلى كل من:

(1) التحليل المالي على المستوى القومي: يقصد بهذا النوع من التحليل المالي هو دراسة وتقييم نشاط الدولة من الناحية المالية باعتبارها وحدة اقتصادية واحدة خلال فترة زمنية معينة وتدخل ضمن عملية التقييم الظواهر والعمليات المالية الداخلة في مقاييس الاقتصاد الوطني ككل.

(2) التحليل المالي على مستوى المشروع: هذا التحليل المالي يقصد به دراسة وتقييم نشاط المشروع سواء كان يهدف إلى الربح أو إلى تحقيق عائد اجتماعي في ممارسة نشاطه خلال فترة زمنية معينة ويهتم أيضاً بالمشروع كوحدة اقتصادية من حيث الربحية والسيولة ودرجة التركيب الرأسمالي وذلك خلال فترة مالية سابقة واستخراج مجموعة من النسب والعلاقات والاتجاهات بين المعلومات التي تحتويها القوائم المالية المنشورة[(1)].

ب/ تقسيم أنواع التحليل المالي من حيث شموليته إلى كل من:

(1) التحليل المالي الشامل: يقصد به عملية دراسة وتقييم المشروع ومركزه المالي ككل خلال فترة زمنية معينة.

---

(1) د. محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، الرياض، جامعة الملك سعود، 1995م، ص94.

(2) التحليل المالي الجزئي: قصد بهذا النوع من التحليل هو دراسة وتقييم جزء معين من نشاط المشروع خلال فترة زمنية معينة مثل تحليل رأس المال الثابت أو تحليل مصادر التمويل.

ج/ تقسم أنواع التحليل المالي من حيث وقت وقوعه إلى ما يلي:

(1) التحليل المالي التاريخي: يقصد بهذا النوع من التحليل هو دراسة وتقييم نشاط المشروع أو مركزه المالي أو كليهما خلال فترة زمنية ماضية مختارة كأن تكون لفترة ثلاثة سنوات مالية سابقة.

(2) التحليل المالي المستقبلي: يقصد به دراسة وتقييم نشاط المشروع أو مركزه المالي أو كليهما معاً خلال فترة زمنية لاحقة كأن تكون لفترة ثلاثة سنوات قادمة وذلك بالاعتماد على البيانات والمعلومات ومعدلات النمو التاريخية للمشروع.

د/ تقسيم أنواع التحليل المالي من حيث القائم بعملية التحليل إلى ما يلي:

(1) التحليل المالي الخارجي:

وهو عملية دراسة وتقييم نشاط المشروع وتحديد مركزه المالي خلال فترة زمنية معينة من قبل الأجهزة المختصة من خارج المشروع.

(2) التحليل المالي الداخلي:

هو عملية دراسة وتقييم نشاط المشروع وتحديد مركزه المالي خلال فترة زمنية معينة من قبل الأجهزة المختصة من داخل المشروع.

الأطراف المهتمة بالتحليل المالي:

عادة ما تختلف طريقة عرض البيانات والمعلومات وفقاً للجهة المقدمة لها كما يمكن الحصول على نتائج مختلفة لنفس البيانات التي تخضع لعملية التحليل وبهذا تتعدد الأطراف المهتمة بالتحليل المالي وكل حسب وجهة نظره وهي كما يلي[1]:

1/ المستثمر:

---

(1) د. هشام أحمد حسبو، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والمحاسبي، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1996م، ص18.

وهو الذي يهدف إلى شراء حافظة أوراق مالية للاستثمار أمواله لتحقيق أرباح متكررة ولتنمية رأس المال سواء كان المستثمر شخصاً طبيعياً أو معنوياً، ويهتم المستثمر بالحصول على عدد من المعلومات المالية قبل اتخاذ قراراته الاستثمارية ومنها ما يلي:

أ. أداء المشروع على المدى القصير والطويل وقدرته على تحقيق الأرباح.

ب. الاتجاه الذي اتخذته ربحية المشروع على مدى فترة معقولة من الزمن.

ج. سياسات توزيع الأرباح.

د. الوضع المالي للمشروعات حالياً والعوامل الممكن أن تؤثر فيه مستقبلاً.

ه. الهيكل التمويلي للمشروع مع بيان الأثر السلبي والايجابي المتوقع نتيجة التركيبة التي اتخذها هذا الهيكل.

و. نتيجة مقارنة أداء المشروع بأداء المشاريع المشابهة وأداء الصناعة التي ينتمي إليها.

ز. إمكانية تطور المشروع ونموه وبيان أثر ذلك على الأرباح وقيمة الأسهم.

خطوات التحليل المالي:

يعتمد المحلل المالي في تنفيذ عملية التحليل على مجموعة خطوات متتابعة تشكل في مجملها المنهج العلمي للتحليل[1]:

وتتمثل خطوات التحليل المالي في الآتي[2]:

1/ تحديد الهدف الذي يسعى إليه المحلل:

يبدأ التحليل المالي بتحديد المشكلة التي يسعى المحلل لمعرفتها ويعتبر هذا التحديد ضرورة هامة لبداية صحيحة لعملية التحليل، لأنه يجنب المحلل العمل غير اللازم ويمكنه من قصر جهده على العمل الذي يخدم هذا الهدف مباشرة.

---

(1) د. وليد ناجي الحيالي، مرجع سابق، ص25.

(2) د. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، عمان، دار المستقبل للنشر، 2000م، ص287-289.

2/ تحديد الفترة التي سيشملها تحليل القوائم المالية:

من المناسب استعمال قوائم مالية لفترات عديدة إذا كنا نسعى لتوخي المزيد من الدقة في التحليل وتعرف الاتجاه الـذي يتخـذه أداء المؤسـسة موضـع التحليـل لأن القـوائم الماليـة الخاصة بنسبة واحدة قد لا تكون معبرة عن الاتجاه العام للأداء.

3/ تحديد المعلومات التي يحتاجها المحلل للوصول إلى غايته:

فرغبة العميل بالوفاء تعتمد على أدبياته، والمعلومات عـن هـذا العنـصر خـارج حـدود الميزانيات، أما المعلومات المتعلقـة بقدرتـه عـلى الوفـاء فـيمكن الحـصول عليهـا مـن خـلال احتساب سيولته.

4/ اختيــار أســلوب وأداء التحليــل الأنــسب قــدرة للتعامــل مــع المــشكلة موضــع البحث.

5/ استعمال المعلومات والمقاييس التي تجمعت لدى المحلـل لاتخـاذ القـرار أو الإجـراء المطلوب.

تعتبر هذه الخطوة الأصعب والأكثر أهمية، وتحتاج إلى استعمال مقدار كبير من العمـل الذهني والحكمة والمهارة والجهد لتقييم ما يقف خلف الأرقام من حقائق.

6/ اختيار المعيار المناسب لقياس النتائج عليه، ولا مانع حين يـستدعي الأمـر، اسـتعمال أكثر من معيار.

7/ تحديد الانحراف عن المعيار المقاس عليـه للوقـوف عـلى أهميـة الانحـراف بالأرقـام المطلقة والنسبية.

8/ تحليل أسباب الانحراف وتحديدها.

9/ وضع التوصية المناسبة بشأن نتائج التحليل.

وعلى المحلل المالي أن يراعي في تقديم توصياته أو تقريـره ترتيـب الأفكـار وفق تسلسلها المنطقي وعرضها بطريقة مقبولة وشيقة على ان يشمل التقريـر خلفية عن المشكلة والبيئة المحيطة والمعلومات المالية وغير المالية المـستخدمة في التحليــل المــالي والافتراضــات المتعلقــة بــالظروف الاقتــصادية والظــروف

المحيطة وتحديد الايجابيات والسلبيات المتوقعة والاستنتاج الذي يوصي به المحلل[1].

ونخلص إلى أن تسلل عملية التحليل على أساس هذه الخطوات تؤدي إلى ضمان صحة إجراءات العملية التحليلية ومن ثم ضمان جودة النتائج (المؤشرات) المستخرجة والتي تساعد مستخدمي القرارات على التعرف على الوضع المالي للمنشأة وتحديد نقاط القوة والضعف فيها والعمل على اتخاذ الإجراءات المناسبة لمعالجتها والتنبؤ بالأوضاع المستقبلية للمنشأة ومن ثم اتخاذ القرارات الرشيدة التي تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة.

مقومات التحليل المالي:

التحليل المالي كأي فرع من فروع المعرفة الإنسانية يستند إلى مجموعة مقومات يهدف من خلالها تحقيق أغراضه النظرية والعملية، ولعل أبرز هذه المقومات[2]:

1. للوصول إلى أهداف العملية التحليلية كنتائج يتم تحقيقها في سياق التحليل، لابد للمحلل المالي أن يبرز الحقائق التي يستند عليها قبل تفسيرها.
2. تمتع المحلل المالي بالمعرفة والدراية الكافية بظروف المشروع الداخلية والخارجية قبل قيامه بتحلل بيانات المشروع، بالإضافة إلى ذلك لابد وأن يكون مؤهلاً تأهيلاً علمياً وعملياً مناسباً ويتميز بخصائص المقدرة الديناميكية، وقادراً على استخدام الأساليب والوسائل العلمية للتحليل المالي للوصول إلى غايات التحليل وتفسير النتائج التي يتوصل إليها لاستقراء المستقبل.

بالإضافة إلى هذه المقومات هناك مقومات أخرى للتحليل المالي تتمثل في[3]:

---

(1) أ.د. عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، الخرطوم، ب.ن، 2004م، ص147.

(2) د. وليد ناجي الحيالي، مرجع سابق، ص23-24.

(3) د. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، عمان، دار وائل للنشر، 2000م، ص5.

3. أن تتمتع مصادر المعلومات التي يستقي منها المحلل المالي معلوماته بقدر معقول من المصداقية أو الموثوقية، وأن تتسم المعلومات المستخدمة في التحليل بقدر متوازن من الموضوعية من جهة والملائمة من جهة أخرى.
4. أن يسلك المحلل المالي في عملية التحليل منهجاً علمياً يتناسب مع أهداف عملية التحليل، كما يستخدم أساليب وأدوات تجمع هي الأخرى وبقدر متوازن بين سمتي الموضوعية والملائمة للأهداف التي يسعى إليها.

مصادر معلومات التحليل المالي:

تعتبر البيانات والمعلومات التي يحصل عليها المحلل المالي المادة الأولية لمقومات العملية التحليلية، ويمكن تقسيم مصادر الحصول على البيانات والمعلومات لغايات التحليل المالي إلى مصدرين رئيسيين هما: مصادر معلومات داخلية ومصادر معلومات خارجية[1].

يتوقف مدى اعتماده على أي منهما حسب طبيعة وأغراض عملية التحليل وكذلك حسب طبيعة المؤشرات المطلوبة أي هل هي مؤشرات كمية أم مؤشرات وصفية[2].

ويمكن حصر مصادر معلومات التحليل المالي في الآتي[3]:

1. البيانات المحاسبية المنشورة وغير المنشورة وتشكل: الميزانية العمومية وقائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية والإيضاحات المرفقة بتلك البيانات.
2. تقدير مدقق الحسابات والتقدير الختامي لأعضاء مجلس الإدارة.
3. التقارير المالية الداخلية التي تعد لأغراض إدارية، مثل التوقعات والتنبؤات المالية.
4. المعلومات الصادرة عن أسواق المال وهيئات البورصة ومكاتب السمسرة.
5. الصحف والمجلات والنشرات الاقتصادية التي تصدر عن الهيئات والمؤسسات الحكومية ومراكز الأبحاث والمكاتب الاستشارية.

---

(1) د. وليد ناجي الحيالي، مرجع سابق، ص27.

(2) د. محمد مطر، مرجع سابق، ص6.

(3) المرجع السابق، ص7.

وأنـه مـن الـضروري التحقـق مـن صـحة ومـدى دقـة مـصادر البيانـات والمعلومـات المستخدمة في العملية التحليلية، فكلما كانت البيانـات والمعلومـات صـحيحة ودقيقـة كلـما كانت نتائج العملية التحليلية سليمة وموثوقة ويمكن الاعتماد عليهـا في تقـويم أداء المنـشأة ومعالجة الانحرافات الموجودة وبالتالي المساعدة في اتخاذ القرارات الرشيدة.

أهداف التحليل المالي:

أن الهدف من استخدام التحليـل المـالي هـو إثـارة الأسـئلة وتوجيـه الانتبـاه إلى النقـاط الحساسة التي تستوعب الدراسة لوضع الحلول التي غالباً ما تأتي على شـكل سياسـات ماليـة وإنتاجية وبيعية وعامة تطبقها المنشأة[1].

يهدف التحليل المالي إلى تحقيق العديد من الأهداف منها[2]:

1. يضمن التحليل المالي تقييم الموقف الاستراتيجي لمنشأة الأعمال من خـلال تحديـد نقـاط القوة والضعف في بيئة المنشأة الداخلية وتقييمـه للفـرص والتهديـدات في بيئـة المنـشأة الخارجية.
2. يضمن التحليل المـالي مقارنـة البيانـات والمعلومـات الفعليـة مـع المعلومـات والبيانـات المخططة وتحديد الانحرافات وبالتالي تحليلها ومعرفة أسبابها باستخدام الأساليب الفنية وصياغة النماذج.
3. يتناول التحليل المالي مخرجات النظام المحاسبي للوحدات المحاسـبية المختلفـة، وبالتـالي يمد مستخدمي القرارات في المجتمع بالمؤشرات التي ترشـد سـلوكياتهم لاتخـاذ القـرارات الرشيدة.
4. يساعد التحليل المالي في تحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المنشأة، وفـيما إذا كانت هذه العوامل تتسم بالديمومة والاستقرار، أو أنها حالة مؤقتة.

وأيضاً من أهداف التحليل المالي الآتي[3]:

1. معرفـة القيمـة الاسـتثمارية للمنـشأة وتحديـد معـدل الربحيـة والتأكـد مـن أن صـافي الـربح كفيـل بتغطيـة واسـترداد الأمـوال المـستثمرة، خاصـة وأن هنـاك

(1) د. محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سابق، ص102.

(2) د. حمزة محمود الزبيري، مرجع سابق، ص21-22.

(3) أ. عبد العزيز عبد الرحيم ، مرجع سابق، ص142-146.

اعتراف بمفهوم القيمة المتناقصة للأصول مما يقتضي استرداد قيمتها قبل نهاية عمرها الإنتاجي.

2. اختبار مدى كفاءة العمليات المختلفة عن طريق المقارنة والاستنتاج والترجمة والتفسير لمعنى البيانات المتاحة والبيانات المستخلصة من كافة العمليات التي تقوم بها المنشأة واستخلاص نواحي الضعف والقوة في كل عملية.
3. الحكم على مدى صلاحية السياسات المالية والتشغيلية المتبعة وذلك عن طريق عقد المقارنات المفيدة بين النتائج المحققة في المنشأة مع مثيلاتها من المنشآت أو القطاعات التي تحكمها نفس الظروف.
4. الحكم على كفاءة الإدارة عن طريق تحديد المتغيرات الايجابية والسلبية في أوجه النشاط المختلفة في المنشأة وتحديد أثرها على الربحية والسيولة وهيكل التمويل والوقوف على دور الإدارة في إحداث هذه المتغيرات.

بالإضافة إلى هذه الأهداف هناك أهداف أخرى للتحليل المالي منها[1]:

1. معرفة قدرة المؤسسة على خدمة ديونها وقدرتها على الاقتراض.
2. التعرف على الوضع الحقيقي للمؤسسة.
3. الاستفادة من المعلومات المتاحة لاتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة والتقويم.

مما تقدم يتفق الكاتب مع الأهداف المذكورة، حيث يجد ان تقييم الموقف الاستراتيجي للمنشأة سواء في البيئة الداخلية أو الخارجية يساعد على تحسن وضع المنشأة بين المنشآت الأخرى بشكل أكثر كفاءة، كما أن تحديد الانحرافات وتحليلها ومعرفة أسبابها يعطي الإدارة فرصة أكبر في اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة ووضع الخطط المستقبلية المناسبة لمواجهة الانحرافات المتوقعة، وبالتالي تحقيق أهداف المنشأة المرجوة.

معايير التحليل المالي:

"المعايير هي أرقام معينة تستخدم كمقياس للحكم بموجبها على ملائمة نسبة أو رقم ما"[2].

(1) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص143.

(2) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص145.

أنواع المعايير:

1/ المعايير المطلقة:

هي النسب والمعدلات التي تستخدم كمعايير للحكم على وضع المؤسسة بالرغم من اختلاف نوع الشركة وعمرها والصناعة ووقت التحليل وأغراض المحلل، ويؤخذ على هذه المعايير أنها مؤشر مالي ضعيف المدلول لصعوبة تطبيقها على كل الشركات[1].

2/ المعايير الصناعية:

يقصد بالمعيار الصناعي إيجاد متوسط العلاقة لكل نسبة للمنشآت التي تعمل في قطاع معين، بحيث تصبح هذه العلاقة بمثابة معايير تقارن فيه المنشآت التي تنتمي لهذا القطاع. ويعتبر هذا النوع من المعايير أن تكون المنشآت متماثلة من الحجم والموضع الجغرافي، ونوع الموجودات المستخدمة وغيرها، إلا أنه ليس من السهولة الحصول على هذا النوع من التماثل مما يجعل المقارنة أمراً شاقاً، ومع ذلك يعتبر معيار الصناعة مؤشراً مهماً للمقارنة[2].

3/ المعيار التاريخي (الاتجاهي):

وهو نسبة معدلات خاصة بالشركات في الماضي وتستخدم في الحكم على مستوى الشركات في الحاضر والمستقبل بالمقارنة بين النسب والمعادلات الحالية مع النسب في الماضي وعلى ضوء المقارنة يمكن اكتشاف الانحرافات والحكم على مستوى الأداء لهذه الشركات[3].

4/ المعيار المخطط والمستهدف أو المعيار الموضعي:

يقوم هذا المعيار على أساس وضع أهداف الأنشطة معينة ومقارنة بما كان متوقعاً تحقيقه وفقاً للخطة مع ما تم تحقيقه خلال فترة معينة[4].

مما تقدم لكي يتم تقويم أداء المنشأة بشكل صحيح وموضوعي لابد من توفر مجموعة من المعايير التي تحكم تقويم الأداء وذلك لضمان جودة وسلامة عملية مقارنة الأداء الفعلي بما هو مخطط ومن ثم الوصول إلى نتائج تعتبر مؤشرات ذات دلالة تمكن من معرفة الوضع الحقيقي للمنشأة.

---

(1) المرجع السابق، ص145.

(2) د. خمزة محمود الزبيري، مرجع سابق، ص71.

(3) د. رشاد العصار، مرجع سابق، ص157.

(4) أ.د. عبد العزيز عبد الرحيم، مرجع سابق، ص148.

خصائص المعايير واستخداماتها:

1/ الخصائص:

حتى يكون للمعيار معنى وليكون مقبولاً، لابد له من أن يتصف بالخصائص التالية[1]:

أ. أن يتصف المعيار بالواقعية، أي إمكانية تنفيذه، لا أن يتصف بالمثالية فيتعذر تحقيقه، ولا يتصف بالتواضع فيمكن الوصول إليه بسهولة.

ب. أن يتصف المعيار بالاستقرار النسبي، وإن كان هذا لا يمنع من إدخال تعديلات عليه إذا دعت الظروف لذلك، بعد إجراء الدراسات اللازمة.

ت. أن يتصف المعيار بالبساطة والوضوح وسهولة التركيب وأن لا يحتمل أكثر من معنى.

2/ الاستخدام:

تستخدم المعايير للغايات التالية[2]:

أ. إعطاء النسبة أو الرقم الملق معنى ومغزى يمنك تفسيرهما في ضوئه.

ب. يستعمل أداة للمقارنة مع النسب الفعلية مما يؤدي إلى إبراز الانحرافات التي ترفع المحلل إلى البحث عن الأسباب المؤدية لهذه الانحرافات.

أدوات التحليل المالي:

من أهم الأدوات التحليلية التي مكن استعمالها في عملية التحليل المالي[3]:

1/ مقارنة القوائم المالية لسنوات مختلفة:

تبين هذه الأداة التحليلية التغيرات التي تطرأ على كل بند من بنود القوائم المالية من سنة لسنة خلال سنوات عديدة، وذلك خلال المقارنة بين بنود القوائم المالية للسنوات المختلفة، إذ تساعد هذه المقارنة في التعرف على مدى التقدم أو التراجع الذي تحققه المنشأة على مدى سنوات حياتها.

---

(1) د. مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص29.

(2) المرجع السابق، ص29.

(3) أ.د. مؤيد عبد الرحمن الدوري، أ. أنور الدين أديب أبو زناد، مرجع سابق، ص16-17.

2/ قائمة التدفق النقدي:

يعتبر هذا التحليل بديلاً لتحليل قائمة مصادر واستخدامات الأموال، وهو يقوم على أساس تحديد التدفقات النقدية التي تمت في المنشأة خلال الفترة السابقة التي شملها التحليل وذلك بتقسيم هذه التدفقات إلى ثلاث مجموعات هي: التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية، التدفقات النقدية من العمليات الاستثمارية، والتدفقات النقدية من العمليات التمويلية.

3/ التحليل المالي بالنسب:

يقوم هذا التحليل على أساس تقييم مكونات القوائم المالية من خلال علاقتها بعضها البعض، أو بالاستناد إلى معايير محددة بهدف الخروج بمعلومات مع مؤشرات وأغراض الظروف السائدة في المنشأة موضع التحليل.

بالإضافة إلى هذه الأدوات التحليلية هناك أدوات أخرى تستخدم في التحليل المالي هي[1]:

أ. مقارنة الاتجاهات بالاستناد إلى رقم قياسي: وتساعد هذه الأداة في التعرف على التغيرات على مدى أكثر من سنتين لتفادي عيوب المقارنة من سنة لأخرى.

ب. التعرف على الأهمية النسبية لكل بند من بنود الموجودات والمطلوبات (التحليل الهيكلي).

ت. تقدم هذه الأداة معلومات هامة عن التركيب الداخلي للقوائم المالية من خلال تركيزها على عنصرين هما: مصادر الأموال في المؤسسة وكيفية توزيعها بين مختلف المصادر من قصيرة وطويلة وحقوق المساهمين وكيفية توزيع المصادر بين مختلف الاستخدامات من متداولة وثابتة وأخرى.

ث. تحليل التعادل: هدف هذه الأداة التعرف على حجم المبيعات أو عدد الوحدات اللازم بيعها بسعر معين لتصل المؤسسة إلى ربح قبل الفوائد والضرائب مقداره صفراً أو التعرف على عدد الوحدات التي يجب بيعها.

(1) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص146.

ج. القوائم المالية التقديرية

ونخلص إلى مدى أهمية الأدوات التحليلية في عملية التحليل المالي، حيث يقوم المحلل المالي باستخدام الأداة التي تتناسب مع طبيعة العملية التحليلية التي يقوم بها ومن ثم الوصول إلى نتائج صحيحة وأكثر دقة تمد متخذي القرار بمعلومات كافية من المنشأة وأنشطتها ووضعها المالي ومن ثم اتخاذ القرارات الرشيدة الملائمة التي تساعد على تحقيق الأهداف المطلوبة.

محددات التحليل المالي:

التحليل المالي أداة لاقتراب المحلل المالي من حقيقة الأوضاع المالية السائدة في المؤسسات المحللة، إلا أن المدى الذي يصل إليه المحلل في هذا الاقتراب محكوم بمجموعة من العوامل منها[1]:

أ. التحليل المالي ليس علماً يمكن الوصول بواسطته استنتاجات مطلقة، وبالإضافة إلى ذلك فهو يتعامل مع كثير من حالات عدم التأكد.

ب. مدى استمرارية استعمال الأساليب والقواعد المحاسبية، لأن تغير الأساليب سيؤدي إلى تغير في النتائج، وما لم يكن المحلل مدركاً لأبعاد ذلك فإنه سيجد نفسه واقعاً في الخطأ.

ت. غياب الملاحظات عن الأساليب المحاسبية المستعملة في إعداد البيانات المالية، وبشكل خاص حول تقييم البضاعة والاستهلاك والانتقال من سياسة محاسبية لأخرى، يحد من قدرة المحلل، لأنه ليس باستطاعته أن يتنبأ بذلك.

ث. تحميل الميزانيات أسلوب شائع يصعب على المحلل تعرف مدى استعماله، فتوقيت الشركة للحصول على قرض طويل الأجل قبل نهاية السنة واستعماله لغرضه المحدد بعد أن يكون قد ظهر أثره في الموجودات المتداولة عند إعداد الحسابات الختامية، يظهر مدى سيولة المؤسسة أفضل من واقعها.

ج. موقع الشركة ونوعها والتكنولوجيا المستخدمة في الإنتاج، فالشركة في المناطق ذات العمالة الرخيصة تعتمد على هذا العنصر بشكل مكثف، مما يرفع من كافة الأجور.

---

(1) د. مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص360-361.

بالإضافة إلى هذه المحددات هناك عوامل أخرى تحد من استخدام التحليل المالي منها[1]:

1. قد يركز المحلل المالي على جانب واحد فيهمل الجوانب الأخرى، فالمقرض يركز على السيولة، والمستثمر يركز على الربحية.
2. تفاوت اهتمام المحلل المالي بالمنشأة وتفاوت عمق التحليل المالي.
3. نوعية وكمية المعلومات المتوفرة للمحلل المالي، فكلما كانت نوعية المعلومات جيدة ودقيقة كلما كان حكم المحلل أدق على المنشأة.
4. عملية التقدير الشخصي لدى المحلل المالي وخاصة فيما يتعلق بالاستهلاك أو تقدير مخصص الديون المشكوك فيها أو تقدير الشهرة، إن عملية التقدير الشخصي تلقي ظلالاً من الشك على مدى تمثيلها للواقع.

وأن هذه المحددات لا تقلل من أهمية التحليل المالي وفعاليته كأداة فعالة لها دورها في تقييم المنشآت من النواحي المختلفة، لكنها تفرض استعماله بحكمة وحذر وفقاً للقواعد والمعايير المطلوبة.

الجهات المستفيدة من التحليل المالي:

تتعدد الجهات المستفيدة من التحليل المالي، وتسعى كل جهة منها إلى الحصول على إجابات ملائمة حول مجموعة الأسئلة التي ترتبط بمصالحها، وعلى المحلل المالي مراعاة متطلبات الجهات المستفيدة وكفاءتها، فمنها من هو على قدر كبير من المعرفة ويحتاج إلى حقائق عامة وسهلة الفهم[2].

ويمكن تقسيم الجهات التي تستفيد من التحليل المالي رغم اختلاف الأهداف التي يتطلعون إليها من التحليل المالي وحسب اهتمامها بنتائج التحليل المالي إلى[3]:

1/ المساهمون: يهتم المساهم بصفة أساسية بالعائد على المال المستثمر والقيمة المضافة والمخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات بالمشروع، لذلك فهو يبحث عما إذا كان من الأفضل الاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها أو يتخلى عنها، لذلك يفيد التحليل المالي المساهم في تقييم هذه الجوانب، وقد يختلف

---

(1) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص167.

(2) د. محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سابق، ص105.

(3) د. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل ودراسات الجدوى، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2004م، ص53.

هذا قليلاً عن المستثمر المرتقب والذي يحاول معرفة هل من الأفضل بالنسبة له شراء أسهم المشروع أم لا.

2/ الموردين: يهم المورد التأكد من سلامة المراكز المالية لعملائه، واستقرار الأوضاع المالية، فالعميل من الناحية العملية مدين للمورد، ويعني هذا دراسة وتحليل مديونية العميل في دفاتر المورد، وتطور هذه المديونية، وعلى ضوء ذلك يقرر المورد ما إذا كان سيستمر في التعامل معه أو يخفض هذا التعامل، ولذلك يستفيد المورد من البيانات التي ينشرها العملاء بصفة دورية.

3/ العملاء: باستخدام البيانات التي ينشرها المورد وكذلك منافسيه، يمكن للعميل (المشروع) معرفة ما إذا كانت الشروط التي يحصل عليها، خاصة فترة الائتمان مماثلة لما تمنح لغيره وتتطابق مع فترة الائتمان التي يمنحها هو لعملائه، وتتم هذه المقارنات باستخدام القوائم المالية بحساب متوسط فترة الائتمان.

بالإضافة إلى هذه الجهات هناك جهات أخرى تستفيد من عملية التحليل المالي هي[(1)]:

1/ الدائنون: يقصد بالدائن الشخص الذي اكتتب في السندات الخاصة بالمشروع أو المحتمل شراءه للسندات المصدرة أو الاكتتاب في القرض الجديد أو بصدد إقراض الأموال للمشروع، وقد يكون الدائن بنكاً أو مؤسسات مالية، لذلك فهم يهتمون بصفة عامة بالتعرف على مدى إمكانية المشروع الوفاء بالقروض عندما يحين أجل الاستحقاق وكذلك الفوائد.

2/ العاملون في المؤسسة: من أهم الأطراف ذات المصلحة في المشروع:

أ. المساهمون – الملاك.

ب. العاملون في المؤسسة.

فزيادة الأجور مع ثبات الإنتاجية يعني انخفاض العائد المخصص للملاك بطريقة مباشرة (خفض التوزيعات أو اختفائها) أو بطريقة غير مباشرة (عدم

(1) د. رضوان وليد العصار، مرجع سابق، ص43-44.

التمويل الداخلي) أو إضعاف المركز المالي، إذا تم دفع التوزيعات من الاحتياطات.

ومن الأطراف المستفيدة من التحليل المالي[1]:

1/ المصالح الحكومية:

يعود اهتمام الجهات الحكومية بتحليل أداء المؤسسات لأسباب رقابية بالدرجة الأولى، ولأسباب ضريبية بالدرجة الثانية، بالإضافة إلى الأهداف التالية:

أ. التأكد من التقيد بالأنظمة والقوانين المعمول به.

ب. تقييم الأداء كرقابة البنك المركزي للبنوك التجارية.

ت. مراقبة الأسعار.

ث. غايات إحصائية.

2/ المؤسسات المتخصصة:

وتقوم هذه المؤسسات بعملية التحليل المالي إما بمبادرة منها أو بناء على تكليف من إحدى المؤسسات المهتمة بأمر المؤسسة، وتقدم خدماتها مثل هذه الحالات مقابل أمور معينة، وقد تتولى الوحدة الاقتصادية نفسها الطلب إلى مؤسسات متخصصة القيام بتحليل أوضاعها المالية ونشر نتائجها وتصنيفها الائتماني في السوق، حيث تؤثر نتيجة التحليل المنشور على قدرة الوحة الاقتصادية في الاقتراض وسعر هذا الاقتراض.

وتعتبر إدارة المشروع من الأطراف المستفيدة من التحليل المالي ويتضح ذلك في أن إدارة الشركة عادة ما تقوم بين فترة وأخرى بتقييم كفاءتها التشغيلية، ولذلك فهي تهتم بحساب جميع النسب المالية واستخراج النتائج وتفسيرها، وتحديد نقاط القوة والضعف، والعمل على معالجة الانحرافات السلبية بعد معرفة أسبابها وذلك محاولة منها في تحسين الأداء العام لها(2).

مداخل وأساليب التحليل المالي:

يقصد بمداخل التحليل المالي المنهج الذي ينهجه المحلل المالي في تحليل البيانات المالية المنشورة، وبهذا المعنى يختلف المنهج عن الأسلوب فتحليل

---

(1) د. مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص285.

(2) د. علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، عمان، مكتبة الرائد العلمية، 2002م، ص72.

الربحية وتحليل الائتمان وتحليل الاستثمار تعتبر أمثلة وعلى مناهج التحليل بينما أسلوب المقارنات أو أسلوب النسب المالية أو أسلوب التدفقات النقدية هي أمثلة على أساليب التحليل المالي.

تقسيم كل من مداخل التحليل المالي وأساليبه إلى ما يلي[1]:

مداخل التحليل المالي:

يتم تحديد مدخل التحليل المالي في ضوء الهدف الذي يسعى إليه مستخدم البيانات التي يوفرها التحليل المالي ونوع المعلومات المتوفرة والسمات الشخصية للقائم بعملية التحليل ويمكن تقسيم مداخل التحليل المالي من عدة جوانب كما يلي:

1/ من حيث المضمون يتم تقسيم مداخل التحليل المالي إلى ما يلي:

(أ) المدخل الكمي للتحليل المالي:

ينحصر نطاق عملية التحليل المالي للظاهرة أو المشكلة محل الدراسة بموجب هذا المدخل على الجانب الكمي لها دون الانصراف إلى جانبها الكيفي أو الوصفي.

(ب) المدخل النوعي للتحليل المالي:

بموجب هذا المدخل يتعدى نطاق التحليل المالي الجانب الكمي للظاهرة أو المشكلة محل الدراسة إلى أن يشمل جانبها النوعي أو الكيفي وبهذا يكون هذا المدخل أشمال من المدخل السابق.

2/ من حيث الأغراض أو الأهداف يتم تقسيم مدخل التحليل المالي إلى كل من:

(أ) تحليل الائتمان:

يهدف هذا التحليل إلى التعرف على الأخطار المتوقع أن يواجهها المقرض في علاقته مع المقترض وتقييمها بهدف ترشيد القرارات المتعلقة بهذا الخصوص ويوفر هذا التحليل عدة معلومات منها:

1. تقييم قدرة المنشأة على الوفاء بأصل الدين وتسديد فوائده عند الاستحقاق.

(1) د. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، عمان، دار وائل، 2003م، ص21-23.

2. ما هي سياسات التمويل المتبعة وأثارها على هيكل رأسمال المشروع؟
3. ما مدى الموضوعية في السياسات المتبعة في تقييم الأصول؟
4. ما مدى المخاطرة التي تحيط بالديون لدى المشروع وأولوية الحصول عليها في حالة التصفية أو الإفلاس؟

(ب) تحليل الاستثمار:

يسلك هذا المدخل في التحليل المالي فئة المستثمرين الحاليين والمحتملين والـذين يهمهـم الحصول على المعلومات التالية:

1.نتيجة عمليات المشروع.
2.العائد على الاستثمار في هذا المشروع.
3.هيكل رأسمال المشروع.
4.مديونية المشروع على المدى القصير والمدى الطويل.
5. معدلات النمو المتوقعة للمشروع في المستقبل.

(ج) تحليل تقييم الأداء:

يعتبر التحليل المالي أداة مثالية لتحقيق هذه الغاية لما له من قدرة على تقيـيم الربحيـة وكفاءة الأداء والسيولة واتجاهات النمو ويهتم بهـذا المـدخل إدارة المـشروع وذلـك لأغـراض الرقابة والتخطيط وتقييم الاداء ويوفر هذا المدخل المعلومات التالية:

1.معدل دوران المخزون لدى المشروع.
2.معدل دوران الذمم الدائنة والمدينة.
3.معدلات دوران الاستثمارات ومعدل دوران الأصول.
4.معدل دوران صافي رأس المال.

(د) تحليل الاندماج والشراء:

الاندماج والشراء عبـارة عـن تكـوين مـشروع نتيجـة انـضمام مـشروعينة أو أكـثر وزوال الشخصية القانونية المنفصلة لكل منها وهنا تتـولى الإدارة الماليـة للمـشروع المـشترك عمليـة التقييم لتقدير القيمة الحالية للمشروع المزمع شرائه والأداء المستقبلي له، بينما تتولى الإدارة المالية للمشروع البائع القيام بعملية التحليل من أجـل تقيـيم العـرض المقـدم والحكـم عـلى مدى ملاءمته.

(هـ) التحليل من أجل التخطيط:

يعتبر التحليل ضرورياً في مواجهة التقلبات المستمرة التي تتعرض لها أسواق المنتجات المختلفة من سلع وخدمات بحيث أصبح تصور الأداء في المستقبل استناداً إلى الأداء السابق والذي يتم التوصل إليه باستعمال أدوات التحليل المالي أمراً حيوياً وذلك لمواكبة تطورات هذه الأسواق والعمل على رفع المكانة التنافسية للمشروع.

أساليب التحليل المالي:

تعتبر أساليب التحليل المالي الأداة التي من خلالها يمكنه الوصول إلى أهدافه المرجوة وذلك عن طريق استنباط مجموعة من المؤشرات المالية عن أنشطة المشروع بعد عملية تحليل قوائمه المالية، وتتعدد أساليب التحليل المالي حسب اتجاه وطبيعة ومجال المقارنة على النحو التالي:

1/ أسلوب الدراسة المقارنة للقوائم المالية:

يرتكز اهتمام التحليل المالي من خلال هذا الأسلوب في فهم مضمون القوائم المالية للمشروع من خلال "تحديد التغيرات التي حدثت في البنود المختلفة لهذه القوائم ثم تقصي الأسباب مع تتبع آثارها على المشروع، فعن طريق دراسة ومقارنة مفردات القوائم المالية لعدد من السنوات يتم التعرف على الاتجاه العام لبعض العناصر الهامة المؤثرة على المركز المالي[1].

ويمكن إجراء هذه الدراسة عن طريق ما يلي:

(أ) التحليل الرأسي:

يتضمن هذا التحليل تحديد العلاقة بين كل بند من بنود القوائم المالية إلى إجمالي القائمة وذلك بهدف إظهار الأهمية النسبية لكل بند ضمن مجموعته أو ضمن القائمة المالية.

(ب) التحليل الأفقي:

يتضمن هذا التحليل مقارنة بنود القائمة المالية مع بنود مثيلاتها في الفترات السابقة ويتميز هذا الأسلوب بقدرته على إدخال عنصر الزمن في

---

(1) د. سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص227.

التحليل ومن أجل أن يكون هذا الأسلوب أكثر فائدة لابد من اختيار سنة أساس بشكل سليم حتى يتم التوصل إلى نتائج صحيحة بالاعتماد على الأرقام القياسية لسنوات المقارنة.

2/ أسلوب النسب المالية:

تشكل النسب المالية جانباً مهماً في عملية التحليل المالي وهي أداة مهمة لإظهار المركز المالي والائتماني والتنافسي للمشروع "وهي عبارة عن نسبة لمتغيرين ماليين اثنين مأخوذين من الميزانية أو من قائمة الدخل"(1)، ذلك بقسمة إحداهما على الآخر وهي لا تضيف شئ جيداً للعناصر وإنما تحاول تفسير العلاقة بينها لكي تساعد في عملية ترشيد القرار الإداري ويمكن تصنيف النسب المالية إلى ما يلي:

أ) حسب مصادر الحصول عليها تصنف النسب المالية إلى ما يلي:

1. نسب الميزانية العمومية.
2. نسب قائمة الدخل.

ب) يمكن تصنيف النسب المالية حسب تقييم أداء المشروع إلى ما يلي:

1/ نسب السيولة:

تقيس هذه النسب مدى قدرة المشروع على تسديد التزاماته المالية وتركز على هذه النسبة المصارف ومؤسسات التمويل.

2/ نسب الربحية:

تقيس هذه النسب مدى قدرة المشروع على توليد الأرباح والعائد على الأموال المستمرة ويهتم بهذه النسبة المستثمرون والدائنون والعملاء.

3/ نسب التشغيل:

تقيس هذه النسب الكفاءة التي يستخدم بها المشروع الموارد المتاحة له وذلك بإجراء مقارنات فيما بين مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الموجودات.

---

(1) Robert W. Kolb and Ricardo J. Rodriguez "Finanical Management" Massachusetts, Black-Well 2nd ed, 1996. P. 290.

من أساليب التحليل المالي التي تتوفر للمحلل المالي هي:

3/ أسلوب التحليل الرأسي:

يركز هذا النوع من التحليل على دراسة فقرات القوائم المالية، باستخدام النسب التي تشكل كل فقرة مقاسه بإحدى الفقرات التي يتم اعتمادها كأساس لاستخلاص النسب الأخرى، أي أنه يهتم بدراسة هيكل القائمة المالية وبالتالي فإن هذا النوع من التحليل يمثل دراسة هيكلية لفقرات القوائم المالية[1]. ويسمى هذا الأسلوب بأسلوب التحليل العمودي، كما يتصف بالسكون.

يساعد التحليل المالي الرأسي في تقديم جملة من المزايا للمحلل المالي ولإدارة المنشأة منها[2]:

أ. تركيزه على المدة المالية محل البحث.

ب. دراسة التبدل في الأهمية النسبية لكل فقرة إلى المجموع المنسوب إليه.

ت. في حالة التحليل الرأس لعدة سنوات، يمكن ملاحظة تبدل الأهمية النسبية تلك عبر الزمن ودراسة مسببات وآثار هذا التبدل، ومع بيان فيما إذا كانت التغيرات كبيرة أو صغيرة.

ث. كما يمكن مقارنة نتائج التحليل الرأسي لمنشأة ما مع منشآت أخرى مقارنة في الاختصاص أو لمعدل أداء القطاع الذي تعمل فيه المنشأة.

3/ أسلوب التحليل الأفقي:

ويعرف أيضاً بتحليل الاتجاهات، ويتخذ تحليل الاتجاهات شكل التحليل المالي الأفقي للبيانات المالية المنشورة للمنشأة على مدار عدة فترات مالية متتالية تمتد مثلاً: من 5-10 سنوات وتعامل السنة أو الفترة المالية الأولى

---

(1) د. عثمان هاشم السامرائي، الإدارة المالية – المدخل الكمي، عمان، دار زهران للنشر، 1997م، ص96.

(2) د. حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص27.

كسنة أساس ليتم بعد ذلك إظهار قيم كل بند من بنود القوائم المالية في الفترات المالية التالية في شكل (%) نسبة مئوية من قيمته في سنة الأساس، كما يمكن أن يقتصر تحليل الاتجاهات على البنود الرئيسية فقط[1].

وبشكل عام فإن التحليل الأفقي يساعد في[2]:

أ. اكتشاف سلوك النسبة أو أي بند من بنود الحسابات الختامية موضع الدراسة وعبر الزمن.

ب. تقييم انجازات ونشاط المنشأة في ضوء هذا السلوك ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة بعد تتبع أسباب التغير إلى جذورها.

ورغم المزايا العديدة التي يقدمها التحليل الأفقي إلا أنه يؤخذ عليه ما يلي[3]:

أ. احتمال بروز تغيرات أقل الفقرات أهمية نظراً لسرعة تبدلها، عادة قياساً بالفقرات الكبيرة المهمة.

ب. اعتمادها على فترة الأساس التي ربما لا تمثل مدة اعتبارية من حياة المنشأة كمقياس للتبدلات اللاحقة.

4/ أسلوب التحليل بالنسب المالية:

تقوم فكرة التحليل المالي باستعمال النسب على إيجاد علاقات كمية بين بنود المركز المالي وعلاقات أخرى بين بنود قائمة الدخل وعلاقات ثالثة بين بنود المركز المالي وقائمة الدخل معاً في تواريخ معينة وفي اتجاهات مختلفة على مدى الزمن وبطريقة مختصرة لتعطي مؤشرات ذات دلالة ومعنى عن حقيقة الموقف المالي للمنشأة موضع التحليل[4].

وقد اكتسبت النسب المالية أهمية متزايدة بعد أن أصبحت المؤشرات الهامة التي تفيد المحللون الماليون في مجال التنبؤ بحالات الفشل المالي

---

(1) د. محمد مطر، مرجع سابق، ص35.

(2) د. حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص60.

(3) المرجع السابق، ص61.

(4) أ. عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سابق، ص149.

للشركات، وتعرف النسب المالية بأنها "علاقة تربط بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية، وقد تتواجد البنود التي تدخل في اشتقاق النسبة المالية على القائمة المالية نفسها كما قد تتواجد هذه البنود على قائمتين ماليتين"[1].

ولاشك أن النسب المالية تعد من أهم أساليب التحليل المالي، حيث يتمثل غرضها الأساسي في إمداد المستفيدين من التقارير والقوائم المالية أو من يمثلهم من المحللين بمجموعة من المؤشرات التي تساعدهم على اتخاذ قراراتهم التشغيلية[2].

من الضروري التأكيد على أن هذه النسب هي ليست الغاية في التحليل المالي، وإنما هي في الواقع مؤشرات وتصورات تعطي الوضوح والأجوبة لكثير من التساؤلات المتعلقة بتقييم الأداء بشكل عام والأداء الاستراتيجي بشكل خاص، وكذلك تقييم الوضع المالي والنقدي للمنشأة[3].

وتبقى لهذه النسب أهمية محدودة إذا لم يتم مقارنتها بنسب أخرى مماثلة تدعي بالنسب المرجعية أو النسب المعيارية، لأن عملية المقارنة هي التي تعكس الموقف بشكل صحيح، كما أن عملية المقارنة يمكن أن تستند إلى تحليل الاتجاه العام[4].

وأن النسب المالية تساعد المحلل المالي في التنبؤ بحالات الفشل التي من المحتمل أن تتعرض لها المنشأة وذلك استناداً على المؤشرات التي لابد أن تكون ذات دلالة وموضوعية حتى تساعد في تقويم أداء المنشأة ومن ثم تحسين الوضع المالي لها.

أنواع النسب المالية:

يمكن تصنيف النسب المالية حسب المجال الذي تشتق منه إلى فئتين هما[5]:

---

(1) د. محمد مطر، مرجع سابق، ص40.

(2) د. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي – لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2005م، ص312.

(3) د. حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص63.

(4) د. كنجو عبود كنجو، د. إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، عمان، دار الميسرة، 1997م، ص88.

(5) د. محمد مطر، مرجع سابق، ص40-41.

1/ نسب اتجاهية:

تكون عندما تمثل النسب المالية حركة أو اتجاه تغير قيمة بند معين من بنود القوائم المالية على مدار فترة زمنية معينة، ويدخل هذا الأسلوب في تحليل النسب ضمن ما يعرف بأسلوب التحليل المالي الأفقي، أي أن العلاقة هنا تقوم بين قيم نفس البند ولكن على مدار فترات محاسبية.

2/ نسب هيكلية:

هي النسب المالية التي تمثل العلاقة بين قيمة بندين أو أكثر من بنود القائمة المالية في لحظة زمنية معينة، وعلى مدار نفس الفترة المحاسبية مثل: نسبة التداول، نسبة المديونية والعائد على الأصول.. الخ. والنسب الهيكلية يمكن اشتقاقها إما من بيانات قائمة الدخل فقط مثل: نسبة مجمل الربح، أو من بيانات قائمة المركز المالي فقط مثل نسبة السيولة أو من بيانات القائمتين معاً مثل معدل دوران الأصول.

ويمكن تصنيف النسب المالية حسب الأغراض المستخدمة فيها إلى خمس فئات هي:

1/ نسب السيولة:

تقيس هذه النسب قدرة المشروع على مقابلة التزاماته الجارية، وعلى الرغم من أن التحليل الكامل لمركز السيولة للمشروع يتطلب دراسة مستفيضة للميزانيات النقدية التقديرية، إلا أن تحليل النسب عن طريق ربط قيمة النقدية وقيمة الأصول المتداولة الأخرى بالالتزامات الجارية يزودنا بمقاييس سيولة سريعة وسهلة الاستخدام[1].

تشمل نسب السيولة على النسب التالية[2]:

أ/ نسب التداول:

$$= \frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

(1) أ.د. محمد صالح الحناوي، د. رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 1997م، ص58.

(2) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص172.

وهدفها قياس قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها التي تستحق في موعدها والنسبة النمطية لها 2: 1.

ب/ نسبة السيولة السريعة:

وهي تبين مدى قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل دون الاعتماد على البضاعة، والنسبة النمطية لها 1: 1.

ويمكن صياغتها بالطريقة الآتية:

نسبة السيولة السريعة = الموجودات المتداولة -(المخزون + مدفوعات مقدمة)

المطلوبات المتداولة

كما يمكن صياغتها بطريقة أخرى كما يلي: وذلك من قبيل الحيطة والحذر:

نسبة السيولة السريعة =

النقدية + الأوراق المالة قصيرة الأجل + المدينين + أوراق القبض

المطلوبات المتداولة

ج/ نسبة النقدية:

= الموجودات النقدية وشبه النقدية

المطلوبات المتداولة

د/ نسبة صافي رأس المال العامل %:

= (الموجودات المتداولة – المطلوبات المتداولة) × 100 %

وهي تعبر عن مدى هامش الأمان المتاح للديون قصيرة الأجل وعلى قدرة المشروع على تمويل عملياته الجارية.

والجدير بالذكر أن السيولة والربحية هدفان متلازمان للإدارة المالية لكنهما متضادان، ويجب إحداث التوازن بينهما، وبالتالي يجب ألا يؤخذ ارتفاع نسب السيولة على أنه علامة صحيحة، بل قد تؤدي إلى انخفاض الربحية[1].

(1) المرجع السابق، ص173.

2/ نسب النشاط:

تقيس نسب النشاط مدى فاعلية المشروع في استخدام الموارد المتوافرة لديه، وتتضمن جميع هذه النسب العقارية بين مستوى المبيعات من ناحية والاستثمار في الأصول المختلفة من ناحية أخرى، وتفترض هذه النسب ضرورة وجود توازن مناسب بين المبيعات وبين حسابات الأصول المختلفة[1].

وتقسم نسب النشاط إلى عدد من النسب منها[2]:

أ/ معدل دوران المخزون السلعي:

تظهر هذه النسب مدى السرعة التي يتحول بها المخزون إلى مبيعات، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة فإنها تدل على قدرة جيدة لدى الإدارة، أما النسبة القليلة فهي إشارة إلى تعطل حجم كبير من المخزون وتعطل لبعض الموارد المالية في المنشأة على شكل مخزون بالمستودعات. وتعطي بالعلاقة:

$$\text{معدل دوران المخزون السلعي} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون السلعي}}$$

$$\text{أما متوسط المخزون السلعي} = \frac{\text{بضاعة أول المدة + بضاعة أخر المدة}}{2}$$

ب/ معدل دوران الذمم: تعطي هذه النسبة بالعلاقة:

$$\text{معدل دوران الذمم} = \frac{\text{متوسط المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط حسابات الذمم}}$$

$$\text{أما متوسط حسابات الذمم} = \frac{\text{رصيد الذمم في أول المدة+رصيد الذمم في آخر المدة}}{2}$$

ج/ متوسط فترة التحصيل:

تعطي هذه النسبة بالعلاقة:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{معدل دوران الذمم}}$$

$$\text{أو متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{إجمالي الذمم}\times\text{عدد أيام السنة}}{\text{المبيعات}}$$

---

(1) أ.د. محمد صالح الحناوي، د. رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص64.

(2) د. كنجو عبود كنجو، د. إبراهيم وهبي فهد، مرجع سابق، ص95-96.

ويفضل الحصول من خلال هذه النسب على فترة قليلة للتحصيل، لأن هذه الفترة تعكس مدى كفاءة المنشأة في تحصيل الديون التي منحتها للعملاء أو تدل على التشرد في منح الائتمان التجاري للعملاء والعكس في حالة النسبة المرتفعة.

د/ معدل دوران الموجودات الثابتة:

ينتج معدل دوران الأصول الثابتة من خلال العلاقة بين صافي المبيعات وصوافي الأصول الثابتة، وتقيس هذه العلاقة كفاءة المنشأة في الاستفادة من الأصول الثابتة في التوصل إلى مبيعات، وتعطي بالعلاقة:

$$\text{معدل دوران الموجودات} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الموجودات الثابتة}}$$

و/ معدل دوران الموجودات المتداولة:

وهي تعكس مدى كفاءة الإدارة في التعرف بالأصول المتداولة لديها وتحويلها إلى مبيعات، وتعطي بالعلاقة:

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول الثابتة}}$$

هـ/ معدل دوران الموجودات:

تمكن هذه النسبة من معرفة مستوى الاستفادة من الموجودات على اختلاف أنواعها وتعطي بالعلاقة:

$$\text{معدل دوران مجموع الموجودات} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الموجودات}}$$

أن نسب النشاط تساعد المحلل المالي في معرفة مدى استخدام المنشأة لمواردها المتاحة من أجل الحصول على الأصول وكيفية استخدام هذه الأصول بصورة تؤدي إلى تحقيق الأهداف التي ترمي إليها، بالإضافة إلى تقويم أداء إدارتها بشكل أكثر كفاءة ودقة.

3/ نسبة الربحية:

أن هذه المجموعة من النسب تعطـي انطبـاع عـن مـدى إمكانيـة المنظمـة عـلى توليـد الأرباح من المبيعات أو من الأصول المستثمرة في هـذه المنظمـة، ولـذلك فهـي تهـم جميـع الأطراف ذات العلاقة ومن أهم مؤشرات الربحية[1].

أ/ نسبة الربح إلى المبيعات:

ويمكن استخراج هذه النسبة بقسمة صافي الـدخل بعـد الـضرائب عـلى صـافي المبيعـات كالآتي:

$$\text{نسبة الربح إلى المبيعات} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضرائب}}{\text{مجموع المبيعات}} \times ١٠٠\% = xxx\%$$

ب/ نسبة الربح إلى الأصول:

يمكن الحصول على هذه النسبة بقسمة صافي الدخل بعد الضرائب على مجموع الأصول الثابتة والمتداولة، وتقـيس هـذه النـسبة مـدى فعاليـة الإدارة في اسـتخدام الأصـول المتاحـة، وتعرف أيضاً بمعدل العائد على الاستثمار، ويمكن الحصول على هذه النسبة على النحو التالي:

$$\text{نسبة الربح إلى الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضرائب}}{\text{مجموع الأصول}} \times ١٠٠\% = xxx\%$$

ج/ نسبة الربح إلى حقوق الملكية:

ويتم استخدام هذه النسبة بقسمة صافي الربح بعد الضرائب على حقوق الملكية، ويزيد معدل العائد على حقوق الملكية كما تزداد اعتماد المنظمة على الأموال المقترضة عـلى تـوازن في حسن استخدام هذه الأصول.

$$\text{نسبة الربح إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \times ١٠٠\% = xxx\%$$

ونخلص إلى مـدى أهميـة نـسب الربحيـة في الحكـم عـلى مـدى كفـاءة أداء المنشأة في توليد الأرباح المتولدة من أنشطتها التشغيلية ومـن ثـم تعظـيم هـذه الأربـاح وبالتـالي تحقيـق أهـداف المنـشأة والمحافظـة عـلى اسـتمراريتها بـنفس

(1) د. نظير رياض محمد الشحات، الإدارة المالية والعولمة، مصر، المكتبة العصرية، 2000م، ص156-157.

الكفاءة، كما تقدم نسب الربحية مؤشرات تساعد على اتخاذ القرارات الرشيدة والسليمة.

4/ نسب المديونية:

وتقيس هذه النسب مدى اعتماد الشركة على الدين في تمويل استثمارها بالمقارنة بالتمويل المقدم من المالكين، وتسمى أيضاً نسب رافعة التمويل لأنها تقيس نسبة استخدام الدين في هيكل تمويل الشركة وتشمل النسب التالية[1]:

أ/ نسب الديون إلى إجمالي الموجودات:

وتقيس مدى مساهمة المقترضين في تمويل استثمارات الشركة وإذا طرح من واحد تحصل على نسبة مساهمة المالكين في التمويل.

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات} = \frac{\text{الديون قصيرة الأجل + الديون متوسطة وطويلة الأجل}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

ب/ عدد مرات تغطية الأرباح للعائدة على الديون:

وتقيس قدرة الشركة على تحقيق أرباح لتغطية الفائدة على القروض وتقاس بالمعادلة التالية:

$$\text{عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة و الضريبة}}{\text{الفائدة على الديون}}$$

ج/ عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة:

$$\text{عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة و الضريبة + الايجارات}}{\text{الفائدة + الايجارات + احتياطي السندات}}$$

د/ عدد مرات تغطية التدفقات النقدية:

وتقيس قدرة التدفقات على تغطية الالتزامات الثابتة من فوائد وإيجارات.

(1) د. خلدون إبراهيم الشديفات، إدارة وتحليل مالي، عمان، دار وائل للنشر، 2000م، ص129-130.

$$\text{عدد مرات تغطية التدفقات} = \frac{\text{التدفقات النقدية الداخلة}}{\text{الالتزامات المالية الثابتة} + \text{أرباح الأسهم الممتازة}}$$

5/ نسب السوق:

تخدم هذه النسب محللي الأسهم في أداء مهامهم لدى تقييم أداء الـشركات كـما تخـدم المستثمرين الحاليين والمحتملين الذي يتعـاملون في أسـواق المـال في التعـرف عـلى اتجاهـات الأسعار السوقية للأسهم[1].

وتشمل نسب السوق على النسب التالية[2]:

أ/ عائد السهم العادي:

ويعتبر العائد من السهم مؤشراً جيداً لقياس كفاءة أداء المؤسسات الماليـة وهـو ضروري للتنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها ومعدلات النمو المتوقع تحقيقها بالإضـافة إلى أهميـة القيمـة المستقبلية للأسهم ووضع السياسات الخاصة بالأرباح وتحسب كالآتي:

$$\text{عائد السهم العادي} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبية} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ب/ نسبة سعر السهم إلى عائده:

وتقيس هذه النسبة التوقعات المستقبلية للشركات في السوق، وكلما ارتفعت كان هنـاك نظرة ايجابية لوضعها في المستقبل.

ج/ نسبة المدفوع من الأرباح:

وهذه النسبة تعطي فكرة عن نسبة الأرباح الموزعة لحملـة الأسـهم العاديـة مـن صـافي الربح القابل للتوزيع، وتحسب كالآتي:

$$\text{نسبة المدفوع من الأرباح} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية}}{\text{الأرباح المحققة بعد الضرائب وحملة الأسهم الممتازة}}$$

د/ عائد التوزيع:

وهي تفيد في الحكم على فرص الاسـتثمار بالإضـافة إلى النـسب الأخـرى وهـي تحـسب كالآتي:

---

(1) د. محمد مطر، مرجع سابق، ص52.

(2) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص181-182.

$$\text{عائد التوزيع} = \frac{\text{حصة السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر السهم السوقي}}$$

محددات استخدام النسب المالية:

يعتقد الكثيرون في الأهمية المطلقة للنسب المالية في الدلالة على المركز المالي والنقدي والائتماني للمنشأة باعتبارها أرقام رياضية كاملة، غير أن هناك بعض العوامل التي تحد من هذه الأهمية منها[1]:

1. التحليل بالنسب يعد تحليلاً ساكناً وتصفوياً في طبيعته أي أنه يفترض أن المنشأة ستتوقف عن العمل، وتقاس كفايتها وسيولتها وربحيتها وقدرتها على السداد في لحظة معينة وهي لحظة إعداد القوائم المالية.
2. قد تتغير النسب لعدة احتمالات مثل زيادة البسط وثبات المقام أو العكس أو بسبب تغيرهما معاً في اتجاهات مختلفة أو بمقادير متفاوتة وبالتالي يصعب تحديد سبب التغير بسرعة.
3. إن إظهار الأصول في ميزانية الشركة بقيمتها الدفترية وليس الإحلالية يجعل التحليل المالي في فترة التضخم عديم الفائدة ولا يمكن الاعتماد عليه كأساس لتقييم الأداء.

بالإضافة إلى هذه المحددات هناك عوامل أخرى تحد من استخدام النسب المالية في التحليل المالي منها[2]:

1. اختلاف المفاهيم المالية، فهناك اختلاف في الرأي حول بعض المفاهيم لدى المحاسبين والمحللين والماليين. وقد تختلف المفاهيم لتعني أشياء مختلفة حسب ما تتبعه كل منشأة، وبالتالي ينتج عن ذلك اختلافات جوهرية في النسب المالية ذاتها.
2. تشتق النسب المالية من بيانات محاسبية تعبر عن لحظة زمنية معينة كما هو الحال في قائمة المركز المالي، والتي يشار إليها عادة بتاريخ الميزانية.

---

(1) أ.د. عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سابق، ص159.

(2) د. عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص183.

أيضاً من محددات استخدام النسب المالية الآتي[1]:

1. لا يمكن استخدام نسبة مالية واحدة للحكم على أداء المنشأة، لأنها لا تعطي معلومات فعالة عن وضع المنشأة، بل يجب استخدام مجموعة من النسب للحكم على المنشأة، ولكن إذا كان تحليل المالي متعلق بجزء أو ناحية معينة فقط من وضع المنشأة المالي فإن استخدام نسبة واحدة أو اثنتين قد يكون كافياً لإعطاء صورة عن الوضع المطلوب.
2. عند إجراء تحليل النسب من الأفضل استخدام قوائم مالية مدققة، لأن المعلومات الواردة في توائم مالية غير مدققة قد لا تعكس الوضع المالي الحقيقي للمنشأة.

(1) د. مؤيد عبد الرحمن الدوري، د. نور الدين أديب أبو زناد، مرجع سابق، ص68.

الفصل الرابع

العائد والمخاطر

تعريفات العائد:

هناك عدة تعريفات للعائد ونتناول أهم التعريفات في ما يلي:

العائد هو ما يعود إلي الشيء ونقول عائد العمل نعني بها الأجور ونقول عائد الاستثمار نعني به الأموال الإضافية التي تعود إلي المستثمر زيادة عما أنفقه كما أن الربح الذي يظهر في قائمة الدخل هو عائد المشروع عن الفترة التي غطتها قائمة الدخل[1].

من ذلك التعريف السابق نرى أن عائد الاستثمار (هو الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة أو الفرق بين المنافع والتكاليف)[2].

أما في الاقتصاد فالعائد تسمية أخرى للكفاية الحدية لرأس المال فالعائد له دور أساسي في توجيه الأموال بين المشاريع القريبة والقطاعات الاقتصادية المختلفة[3].

ففي نظام السوق يتجه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحاً وإلي القطاعات المجزية وأحجامها على المشاريع والقطاعات ذات العائد المنخفض.

إن الربح الذي تسعى إليه المنشأة هو الربح المحاسبي الذي يعبر عنه بزيادة قيمة مبيعات المنشأة من السلع والخدمات وتخزينها وتسويقها[4] وتحمل الربحية في المنشأة أكثر من مفهوم ومعنى فقد تعني بالربحية طويلة الأجل والربحية قصيرة الأجل، فالربحية في المدى القصير (هي عبارة عن الإيرادات مطروحاً منها النفقات)[5].

---

(1) سليمان أو صبحا، الإدارة المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات للنشر - القاهرة، 2008م)، ص ص44-50.

(2) مرجع سبق ذكره، ص ص44-50.

(3) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، 2004م، (د ن)، ص99.

(4) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، أساسيات الإدارة المالية، خالد بن عبد العزيز السهلاري، (الشامل للطباعة والنشر)، 1430هـ 2009م، ص12.

(5) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سبق ذكره، ص100.

أما الربح في المدى الطويل فله عدة مدلولات فهو: (إنا نصيب السهم من الأرباح المنخفضة أو العائد على الاستثمار أو العائد على حقوق الملكية) [1].

أيضاً العائد هو: (المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأصوله بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه) [2].

(هو المكافأة التي يتمنى المستثمر بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر عن أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل)[3].

مما سبق يتضح أن التعاريف الشامل هو التعريف رقم (1) وذلك للآتي:

لأنه أضاف إلي العائد بشكل عام بأنه يشمل جميع ما يعود على الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات والمظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يتضح أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشأة من أرباح بصرف النظر على مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم والسندات وذلك من الأرباح المنفقة أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أنواع العوائد:

1/ العوائد البنكية:

تتمثل هذه العوائد في الإيرادات البنكية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

---

(1) مرجع سبق ذكره، ص100.

(2) محمد مطر، إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع)، 2004م، ص22.

(3) مرجع سبق ذكره، ص23.

☒ إيرادات الفوائد:

(هي مجموع الفوائد المكتسبة على كل أصول البنك، كالقروض والودائع لدى مؤسسات أخرى، والأوراق المالية، فهي إيرادات تنتج عن استثمار أموال البنك) [1].

أ/ فوائد الأرصدة الدائنة لدى المصارف العملية والمراسلين في الخارج:

حيث أنه عوضاً من أن يحتفظ البنك بالمبلغ عاطلة دون استخدام، فغنه يوزعها لدى أحد المصارف العملية التي تكون بحاجة إليها، ويحصل مقابل ذلك على فائدة بالسعر السائد في السوق، أما بالنسبة للأرصدة الدائنة لدى المراسلين في الخارج، فهي تتعلق بالتجارة الدولية فهناك بلاد تمنع عليها فوائد وأخرى لا تمنع عليها فائدة[2].

ب/ فوائد الفروض والسلفيات ومحفظة الأوراق المالية والتجارية:

حيث تمثل القروض والسلفيات أهم عنصر من عناصر إيرادات هذه البنوك، أما بالنسبة للأوراق المالية، من المصارف تستثمر جانباً من أموالها في شراء هذه الأوراق، وتتمثل أهم عناصر إيرادات الاستثمارات المالية في أرباح الأسهم، فوائد السندات، أرباح بيع الأسهم والسندات، أما الجزء الآخر الذي تحقق البنوك منه إيراد هو قيامها بخصم الأوراق التجارية، خاصة الكمبيالات المخصوصة[3].

ج/ عمولات مقبوضة:

أهمها تلك التي يحصلها المصرف التجاري من فتح الإعتمادات المستندة. وإصدار خطابات الضمان وأيضا إيرادات خدمات الأوراق المالية مثل شراء أو بيع الأوراق المالية لمصلحة العملاء[4].

---

(1) عبد الحميد مصطفى أبو نعام، أساسيات الإدارة المالية، مدرسة إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، (د ن)، (د ت)، ص36.

(2) www.palstar.net

(3) موقع سبق ذكره.

(4) www.palstar.net

د/ عوائد الأسهم محصلة أو مدفوعة:

أ) معدل العائد المحتمل.

ب) معدل العائد المتوقع.

لأن العائد المحتمل غير مؤكد. فإنه من المفضل عمل توزيع احتمالي, بمعنى تقدير العائد المحتمل في ظل ظروف اقتصادية واحتمالات حدوثها, تم تقدير العائد المرجع بالاحتمالات والذي يسمى بالعائد المتوقع.

☒ **معدل العائد المطلوب:**

هو العائد الذي يطلبه (يأمل في تحقيقه) المستثمر حتى يقبل على شراء السهم. حيث أن العائد الخالي من الخطر هو سعر الفائدة الخالي من الخطر. أما بدل المخاطرة فهو جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه عن المخاطرة[1].

☒ **عوائد السندات محصلة أو مدفوعة:**

وهناك أكثر من مفهوم للعائد.

1. العائد الاسمي: أي سعر الفائدة المسمى في السند عند إصداره.
2. معدل العائد المرتقب: هو العائد المركب المتوقع تحقيقه طوال فترة السند حتى تاريخ استحقاقه، ويتم حسابه بالتقريب[2].

2/ العوائد المباشرة وغير المباشرة:

عندما يتم إنتاج سلعة معينة فإن الهدف هو إشباع طلب خاص أو طلب عام. إن تقييم الاشباعات التي تتحقق مباشرة بالسلعة تسمى إشباع أولي ولكن إنتاج هذه السلعة والخدمات قد يساعد بطريق غير مباشرة على تحقيق أهداف أخرى لم تدخل في التقييم الأولي. وتسمى هذه العوائد الغير مباشرة على العوائد الأولى وعوائد غير مباشرة على العوائد الثانوية.

ويضرب لذلك مثل بأن العوائد الأولية لإنتاج الراديو و التلفزيون هو إشباع حاجة لها. و لكن انتشار الراديو و التلفزيون سيساعد على الإقلال من الأمية و عليه فلابد من أن يأخذ التقييم الاجتماعي ذلك في الحسبان[3].

---

(1) موقع سبق ذكره.

(2) موقع سبق ذكره.

(3) www.islamtin.go.frrum.net

3/ عوائد إعادة التوزيع:

إذ كان إعادة توزيع الدخل أحد الأهداف القومية فإن الدور الذي يحققه مواطن غني له قيمة اجتماعية أقل من الدور الذي يحققه مواطن فقير. إن العوائد لأي مشروع إذن يجب تقيمه طبق لهدف إعادة توزيع الدخل[1].

4/ العائد على الاستثمار:

ويسمى أيضاً العائد على مجموع الأصول: (وهو مقياس شامل للكفاءة ويسعى المديرون في المشاريع إلي زيادته لأنه يعبر عن مدى نجاحهم في إدارة الأصول وتسخيرها لتوليد الأرباح حيث أنه يعبر عن مدى قدرة المستثمرين في الأصول في توليد أرباح بالعادلة التالية[2]:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول المستثمرة}} \times ١٠٠\%.$$

5/ العائد على القيمة الصافية:

أي العائد على أموال أصحاب المشروع أو العائد على حقوق المساهمين والمقصود بأصحاب المشروع أو المساهمين هنا (المساهمين العاديين أو حملة الأسهم العادية) (وهو مقياس شامل أيضاً تحرص إدارة المشروع على زيادته لأنه يعطي مؤشراً على مدى نجاحها في استثمار أموال أصحاب المشروع)[3]. ويقاس بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على القيمة الصافية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب المتاحة لحملة الأسهم العادية}}{\text{حقوق المساهمين العادين}}$$

6/ العائد الحقيقي أو العائد الجاري:

بعيد عن قدرة الجنيه المستثمر في شراء سهم المشروع على توليد الأرباح عند شرائه $= \frac{\text{صافي الربح الموزع للسهم}}{\text{سعر السهم في السوق}} \times ١٠٠\%.$

(1) www.islamtin.go.frrum.net

(2) موقع سبق ذكره.

(3) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، رجع سبق ذكره، ص268.

7/ عوائد غير قابلة للقياس:

هناك عوائد غير قابلة للقياس في الوقت الحالي حيث لا يمكن بسهولة وضع قيمة مالية له لذا كان هناك مشروع يحقق تخفيض لتلوث الجو فإنه من الصعب وضع حسابات دقيقة عن هذا النوع من العوائد.

طرق قياس العوائد:

العائد على حقوق الملكية:

يستخدم كتاب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة الصافية أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استقلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها، ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \times ١٠٠\%$$

ويقصد بصافي الربح هو ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الأسهم العادية.

العائد على رأس المال:

وله تسميات مختلفة مثل العائد على الاستثمار أو العائد على إجمالي الأصول وهو مقياس آخر لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على استقلال الموجودات لتوليد الأرباح، ويمكن إيجاد العائد على رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠\%$$

ويقصد بصافي الأصول، إجمالي الأصول مخصوماً منها الاستهلاك المتراكم، حيث يعبر الجواب عن قدرة الجنيه الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي (المحاسبي)[(1)].

العائد على السهم:

يقاس العائد على السهم بأحد المقاييس التالية:

---

(1) خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار الميسرة، 1999م، ص ص378-379.

1/ نصيب السهم العائد من الأرباح المحققة:

ويرمز له بـالرمز EPS اختـصاراً Earning Per Share وهـو مقيـاس مهـم لأنـه يعطـي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام، وتبذل الشركات جهدها لزيادته حيث أنه مـن العوامـل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم، ويمكن اسـتخراج نـصيب الـسهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) باستخدام المعادلة التالية[1]:

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة =

$$\frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times ١٠٠\%$$

2/ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: (DPS)

ويرمز له بالرمز (DPS) وهو اختصار للكلمات Share Dividends Per ويعتبر مقياسـاً أخر من مقاييس السوق، يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) لقاء وجـود هذا السهم في محفظته ويمكن استخراجه كما يلي[2]:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

الربح الجاري للسهم:

يعتبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقـيم الـسهم أن يقـيس قـدرة الـدينار الذي سيدفقه المـستثمر ثمنـاً للـسهم في حالـة شرائـه عـلى توليـد الـربح، ويمكـن اسـتخراجه بالمعادلة التالية[3]:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} \times ١٠٠\%$$

وهناك علاقـة عكـسية بـين الـربح الجـاري للـسهم والقيمـة الـسوقية، فـإذا زادت القيمـة الـسوقية للـسهم هـبط الـربح الجـاري لـه، والعكـس مـن ذلـك

(1) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1982م)، ص ص46-47-48.

(2) علي عباس، الإدارة المالية، زهران للطباعة والنشر، الجامعة الأردنية، 1994م، ص ص136-137.

(3) علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص138.

صحيح، والسبب هو أن القيمة السوقية يحددها عامل السوق (العرض والطلب) وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي مما يؤدي إلي ما يلي:

1. إعادة تقييم سمعة الشركة ومركزها المالي، من خلال توقعات المستثمرين لنتائج الأعمال التشغيلية، والأرباح التي ستوزعها، ونظراً لاختلاف النفقات التي تخدم مصالح بعضهم، مما يؤدي إلي التأثير على ارتفاع أسعار أو نقصانها بصورة مبالغاً فيها.
2. تتأثر القيمة السوقية بالحالة الاقتصادية التي يمر بها السوق ففي حالة الكساد يؤثر التضخم على أسعار الأسهم(1).

الربح لفترة الاقتناء:

عندما يقتني المستثمر سهماً كان قد اشتراه بثمن معين يبيعه بعد ذلك فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هو (2):

$$\frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \text{مايكون قد قبضة من أرباح أو فوائد}}{\text{سعر الشراء}} \times ١٠٠\%$$

وهذا المقياس أكثر العائد واقعية.

وهناك أمثلة على طرق قياس العائد:

مثال على العائد على الاستثمار أو على مجموع الأصول:

إذا كانت أرباح الشركة الصافية بعد الضرائب (10) ألف جنيه ومجموع الأصول فيها (أو مجموع الأموال المستثمر فيها) يساوي (320) ألف جينة(3).

المطلوب: استخراج العائد على الاستثمار:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠\%$$

---

(1) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص48.

(2) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره.

(3) مرجع سبق ذكره.

$$= \frac{40}{320} \times 100\% = 12.5\%$$

مثال: نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

إذا كان عدد الأسهم العادية في المثال السابق (4-2) (100) ألف سهم فالمطلوب هو استخراج EPS.

الحل: الأرباح الخاصة بحملة الأسهم العادية = 60-40 للأسهم الممتازة = 56 ألف جنيه.

$$EPS = \frac{56}{100} = 0.56$$ جنيه[1].

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

إذا أرادت الشركة في المثال السابق (4-3) أن توزع 15% أرباحاً على الأسهم العادية وكانت القيمة الاسمية للسهم العادي جنيهاً واحداً استخرج نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة[2].

الحل: 15% × 1 جنيه القيمة الاسمية = 0.15 جنيه نصيبه من الأرباح الموزعة.

مثال: الربح الجاري للسهم: بالرجوع إلي المثال السابق إذا كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة (0.15) جنيه ويباع في السوق بسعر (3) جنيه استخرج ربحه الجاري[3].

الحل: الربح الجاري للسهم = $\frac{\text{نصيبه من الأرباح الموزعة}}{\text{سعره في السوق}} \times 100\%$

$$= \frac{0.15}{3} \times 100\% = 5\%$$

مما سبق يتضح أن التعريف الشامل هو التعريف رقم (1) وذلك للآتي:

أنه إضافة أن العائد بشكل عام هو الذي شمل جميع ما يعود عليه الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات أو المظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

---

(1) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره.

(2) مرجع سبق ذكره.

(3) مرجع سبق ذكره.

ومن مما سبق يتضح أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشاة من أرباح بصرف النظر عن مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم في السندات وذلك من الأرباح المتفق أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أهمية العائد:

تتمثل العوائد الهدف الأساسي للمنشآت التي تسعى إلي تحقيق أرباح تزيد ممن تكاليفها والتزاماتها المطلوبة منها ومن ناحية المساهمين فإن العوائد تمثل لديهم كل ما يوزع على المساهمين من أرباح ثانوية بالإضافة إلي الربح الرأسمالي الناتج عن الزيادة في القيمة السوقية بسعر السهم.

أما من جهة منشآت الأعمال فإن الربح يمثل لهم أهمية كبيرة لأن الهدف الأساسي الذي قامت عليه هذه المنشآت هو تحقيق أكبر قدر من العوائد فإنه يعني أن تزيد المخرجات عن المدخلات وهو ما يعبر عن الكفاءة الاقتصادية وهنا يجب على الإدارة اتخاذ القرارات التي تعمل على الاستقلال الأمثل للموارد المتاحة حتى تتمكن من زيادة الأرباح الكلية للمنشأة[1].

كما أن للعائد أهمية كبير في تحديد قيمة المنشآت السوقية كما له المقدرة على ضمان سير عمليات المنشآت في المسار الصحيح وذلك لأنه قادر على ضمان تسديد التزامات المنشأة مع وجود فائض يغطي أية الأرباح المتفق علي تسديدها للمساهمين.

وللعائد أهمية كبيرة أيضاً فهو الأساس الذي يرتكز عليه تحديد الاستثمار الراد الاستثمار فيها فيتم اختيار الأرباح لزيادة الربحية الاقتصادية للوحدة أو المنشآت[2].

---

(1) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: الشامل للطباعة والنشر، 2009م)، ص12.

(2) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net(4/3/2011) .

كما أن للعوائد أهمية كبيرة بالنسبة لكل مراحل النشاط الإنتاجي والخدمي وذلك لأن الدائنين يهمهم معرفة كيفية استعمال الشركة مصادر الربحية لتستطيع في المستقبل دفع الفوائد وأصل القرض.

كما أن الملاك يهتمون أيضاً بمقدار العوائد المحققة في الوحدة الاقتصادية ومقدار ربحيتها الاقتصادية حتى تصبح قيمة الأسهم أكثر ارتفاعاً مما يعود عليهم بالمنفعة.

لذلك يتوجب على الإدارة أن تظهر أنها قادرة على إدارة أصول الشركة وتحقيق أهدافهم ومطالبهم، ولأن الإدارة الفعالة هي القادرة على مقابلة تنبؤات الربحية لمالك الوحدة الاقتصادية وكل الجهات التي يهمها هذا الأمر يتم تعميمها على كل أرجاء الشركة.

وذلك لأن المدراء يسعون دائماً لتحقيق هذه الأهداف وتحقيق سقف الأمان من الربحية لضمان بقاء الشركة واستمرارية أعمالها [1].

كما يعتبر العائد مقياس واحد للنجاح، بحيث له المقدرة على المقارنة والحكم وذلك في تحديد النتيجة من بيان علاقة الربح والأصول المستخدمة[2]

أهداف العوائد:

أحد أهداف المحاسبة هو تحديد نتيجة أعمال الوحدة الاقتصادية من ربح أو خسارة وذلك بمقارنة الإيرادات بالنفقات والمصروفات والأعباء التي تحملتها الوحدة وذلك لأن العاملان الأساسيات في تحديد العائد هما الإيراد والمصروف لابد من أخذهما في الاعتبار عند تحديده[3].

وتتمثل أهدافه في الآتي:

أولاً: قياس أداء الإدارة فمقياس العائد يعتبر أداة مقبولة ومتزايدة الاستخدام وذلك لأن هدف العائد على الاستثمار يعترف بقيمة رأس المال لأصحاب

---

(1) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net(4/3/2011) .

(2) شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، القاهرة: دار النهضة العربية، 1971م، ص51-52.

(3) عبد الفاتح الصحن، عمر حنين، دراسات في المحاسبة المالية، مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 1981م، ص22.

المشروع واستخدامه بفائدة في نواحي أنشطة مختلفة ولأن رأس المال قلما يكون متاحاً للمشروع بكميات غير محدودة، وأيضاً لأنـه يحـدد ربحـاً عـلى الاسـتخدام الاقتـصادي لرأس المال في المشروع، كما أن استخدام العائد كمقياس للأداء يشير إلي طـرق فـسيحة لتحسين الأداء ولأن فكـرة العائـد عـلى الاسـتثمار تتمتـع بدرجـة كبـيرة مـن الفعاليـة الإداريـة لوضـوحها ويمكـن تطبيقهـا في جميـع عمليـات وأقـسام الإدارة الداخليـة بالمشروع.

ثانياً: تحقيق أكبر قدر من الأربـاح إلي رأس المـال وذلـك لاسـتبعاد التوسـع غـير الـسليم مـن جانب المديرين وذلك عندما يتأكد المديرين أنه يتوقـع معـدل معـين مـن كـل توسـع لذلك يكونون أكثر حذراً.

ثالثاً: يعتبر العائد أداة للرقابة وأداة أيضاً للتخطيط لذلك يهدف مـن اسـتخدامه إلي التوصـل لقرار سليم عند اتخاذ بخصوص التوسع في الأصول وتحديد معدل عائد مناسبة لها [1].

رابعاً: الزيادة في تحقيق الأرباح بهدف إظهار كفاءات الإنتاجية.

خامساً: يهدف أيضاً إلي تحديد السوق الذي تعمل فيه المنشأة مـن مجموعـة أسـواق وذلـك لأن العمل في سوق احتكاري يحقق ربح أكبر من العمل في سوق المنافسة بعد دراسـة وافية لمجموعة الأسواق.

سادساً: المحافظة على استقرار الإنتاج إذا كان هدف الإنتاج هو الهدف الرئيـسي الـذي تقـوم عليه المنشآت.

سابعاً: المحافظة على التعهدات التي التزمت بها الشركة على الغير وقـضاء التزاماتهـا الواجبـة عليها.

ثامناً: يعمل العائد على استمرارية الشركة في القيام بأعمالها وهـذا مـن شـأنه أن يوسـع مـن أعمال الشركة ويؤدي ذلـك إلي تـوفير أكـبر لفـرص العمـل وتقلـيص معـدلات البطالـة وخاصة في منشآت القطاع العام.

تاسعاً: رفع معدلات نمو المبيعـات والأصـول والقيمـة المـضافة للـشركة في المـدى الطويل والمحافظة على نصيب الشركة النـسبي في الـسوق وزيـادة قـدرتها

(1) شوقي حسين عبد اللـه، التمويل الإدارة مدخل حديث، مرجع سبق ذكره، ص ص42-44.

على تحقيق الأرباح في الأجل الطويل وبالتالي زيادة مقدرتها الاحتكارية في السوق وزيادة مقدرتها على رفع الأسعار دون أن يؤثر ذلك على حجم المبيعات، وبالتالي يؤدي ذلك لزيادة الاستقرار في عوائد المنشآت وزيادة تنويع أنشطتها.

عاشراً: ضمان تعظيم الربح الاجتماعي وتدنى التكلفة الاجتماعية للمشروعات[1].

تعريفات المخاطر:

وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر على أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها)[2]. وهذا التعريف على الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة) [3].

وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة) [4].

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق) [5].

---

(1) الموقع الالكتروني: www.palstar.net(4/3/2011) .

(2) مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، (القاهرة: الدار الجامعية للنشر، 2001م)، ص10.

(3) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، 2006م)، ص47.

(4) مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سبق ذكره، ص47.

(5) فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، (الرياض: دار المريخ، د ت)، ص35.

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد) [1].

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف ناين Khight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر) [2].

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلي خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف على أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلي كمي قابل للقياس) [3].

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) على أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن على مستوى أعلى من المخاطرة.

وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل[4].

نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم

---

(1) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، (القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، 2004م)، ص12.

(2) محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سبق ذكره، ص12.

(3) عثمان بابكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر (الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، 2002م)، ص10

(4) عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية - الجزء الأول (القاهرة: د ن، د ت)، ص135.

العادية مثلاً) [1]. والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.

وأن أشمل وأفضل تعريف من التعريفات السابقة هو التعريف الثامن وذلك لأنه شمل على أن المخاطر هي الخطر وهي أيضاً عدم التأكد المتعلقة بالعائد على الإدارة الاستثمارية.

تصنيفات المخاطر وأنواعها:

بأن مفهوم المخاطر مرتبطاً بحالة عدم التأكد والتنبؤ الدقيق بما يستجد من أحداث وتطورات مستقبلية على ضوء المتغيرات وعدم دقة البيانات والمعلومات الإحصائية المتاحة ولذلك ارتباط مفهوم الاستثمار والعائد بالمخاطر بشقيها النظامية وغير النظامية أي المنتظمة والغير المنتظمة على حد سواء وذلك تبعاً للتصنيف التالية:

أولاً: المخاطر المنتظمة:

ويعتبرها بعض المحللين مخاطر كلية لكونها تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظم المالي العام، وليس المشروع الاستثماري بحد ذاته دور رئيسي فيها، فهي تؤثر على المستثمرين كافة دونما استثناء والتنوع الاستثماري حيالها ليس حلاً جذرياً وإنما يخفف من حدتها بقياسها ببعض المعاملات والمعايير.

وتعد التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات لهذه المخاطرة المنتظمة ويكون دورها بأحداث تحرك في أسعار معظم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويكون هذا التحرك بالاتجاه نفسه لذلك تكون مبيعات، الشركات ذات مستوى المخاطرة المنتظمة المرتفع وأرباحها وأسعارها مرتبطة ارتباطاً كبيراً مع تحركات السوق[2].

---

(1) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، عمان، دار وائل، 1999م، ص316.

(2) حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، (عمان – الأردن: دار زهران للنشر، 1999م)، ص ص316-317.

وتتمثل في الآتي:

1/ مخاطر أسعار الفائدة:

لتقلبات أسعار الفائدة أثرها على أرباح المستثمر، فلو فرضنا أن شخصاً وظف أموالـه في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة، فإن ذلك سوف يـؤثر سـلباً عـلى حجم العائد. ومن هنا فكثرة التذبذب في أسعار الفائدة يعمل على زيادة الفجوة والفـرق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين انخفاض وارتفاع لسعر الفائدة، مما ينـصح بثبـات سـعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يـستثمر وضـع المـستثمر أي أنهـا مخـاطر تعـترض الموقف المالي للصرف لمتغيرات في أسعار الفائدة.

ونلاحظ أنه كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما اتجه أو توجـه المـستثمرين نحـو الودائـع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون مخاطرة مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة هي مقدار المخاطرة، ذلـك الأمـر الـذي ارتفعـت أسـعار الفائـدة عـلى السندات سيتوجه المستثمرين للتعامل بها على حساب الأسهم مـما يعظـم مخـاطرة الأسـهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات[1].

2/ مخاطر السوق:

إن تعرض السوق للهزات والانهيارات المفاجئة وتقلب أسعاره فجأة بالانخفـاض سـيؤثر على المتعاملين نتيجة عمليات المضاربة التي تعمل عـلى عـدم الاسـتقرار وتـؤثر عـلى أحجـام التداول تبعاً لسلوكيات المستثمرين التي ستعكس على السوق، فمخاطر السوق العامة تكون في الأسعار وفي السياسات على المستوى الاقتصادي ككل، أما مخـاطر الـسوق الخاصـة فتنـشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها.

تعكس مخاطر السوق إدراك المـستثمرين واسـتيعابهم لمعلومـات معينـة قد تكون خاصة بحوادث ملموسة، كتوقع انخفاض الأرباح للشركات أو توقـع

(1) مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2008م، ص318.

انخفاض سعر العملة أو توقع حدوث كساد، بالمقابل تتعلق الحوادث غير الملموسة بسيكولوجية التي تتعلق بردود الفعل غير المبنية على أساس منطقي من طرق المستثمرين، أو أحياناً ردود الفعل المبالغ فيها لحوادث معينة[1].

3/ مخاطر التضخم والائتمان:

إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقود سيؤدي إلي انخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية، الأمر الذي يؤدي إلي مأزق مالي وربما عسر مالي كذلك لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية نتيجة الاقتراض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة، نظراً لتغير القوة الشرائية للنقود، لأن كل ارتفاع في معدلات التضخم يعني انخفاض في القوة الشرائية مما يدفع المستثمرين للتنازل عن أسهمهم وسنداتهم خوفاً من انخفاض أكبر قد يتحقق يكبده خسائر أكبر هي المخاطرة المتوقعة[2].

4/ مخاطر السيولة:

تنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقليل مقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته التي حانت آجالها.

ومن ذلك السرد السابق، نصل إلي أن المخاطر المنتظمة تتسم الخصائص التالية:

أ. تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.

ب. تؤثر في جميع الشركات لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.

ج. لا يمكن تجنبها بالتنويع.

د. يمكن قياسها بمعامل بيتا[3]. Beta Coefficient

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر التي تنشأ ن طبيعة ونوع الاستثمار وليس من طبيعة النظام المالي العام مما يجعلها خاصة بالمشروع وتأتي نتيجة بعض التعاملات

(1) طارق خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر لتحليل (د ن – 1423هـ - 2003م)، ص ص26-27.

(2) مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص311.

(3) حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سبق ذكره، ص45.

الاستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دون غيره، ولذلك يمكن تجنب هذه المخاطر وتفاديها من خلال التنوع الاستثماري وحسابها بالانحراف المعياري.

وذلك فإذا كانت المخاطر المنتظمة مخاطر عامة فإن المخاطر الغير منتظمة مخاطر خاصة تختص باستثمار معين دون غيره فتؤثر على سعر سهم المشروع، ومن هنا يجب تنويع الاستثمارات وإدارة قدر كبير من المخاطر غير المنتظمة والتي تتمثل أساساً في:

1/ مخاطر النشاط الصناعي:

قد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين فيه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي، ومثال لذلك التطور العلمي وظهور أنواع منافسة والمعدات المستعملة مما يؤثر على المشروع وإنتاجيته بالمقارنة مع غيره من المشاريع في ذات المجال[1].

2/ مخاطر قانونية واجتماعية:

كثيراً ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتقوم بتأميم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمرين، ناهيك عن بعض العادات الاجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دور كبير كذلك.

3/ مخاطر إدارة ومالية:

غالباً ما تكون نتيجة سوء التخطيط والتنبؤ لعدم كفاءة القائمين على إدارة المشروعات واتخاذ القرارات السليمة، فيؤثر ذلك سلباً على نسبة السيولة فتتضاءل مما لا يمكن الشركة من الالتزام بما عليها من واجبات.

يمكن تحديد مستوى المخاطرة المالية بالنظر مباشرة إلي هيكل رأس المال الذي يعني مباشرة إظهار مستويات الدين لدي الشركة ودرجة استخدامها للأموال المفترضة في عملياتها[2].

(1) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، عمان: دار وائل لنشر، 1999م، ص320.

(2) طارق خان وحبيب أحمد، مرجع سبق ذكره، ص47.

4/ المخاطر التشغيلية:

هي مخاطر تشغيلية ناجمة عن البيئة التشغيلية للشركة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، ويمكن أن تعزى المخاطر التشغيلية لعوامل داخلية تنعكس في درجة الكفاءة التشغيلية للشركة في استخدام الموارد المتاحة، وهذه العوامل الداخلية تكون غالباً ضمن سيطرة الإدارة.

أما المخاطر التشغيلية الخارجية فهي تعزى في الغالب لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة وتمثل هذه العوامل غالباً بالأوضاع الاقتصادية العامة، لذلك نجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.
- تؤثر أن وجدت على المنشأة المعينة.
- يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلي الصفر تقريباً.
- مقياسها المطلب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف[1].

ثالثاً: المخاطر المختلطة:

هي التي تجمع بين مظاهر وأسس المخاطر المنتظمة والغير منتظمة وتتكون من:

1/ مخاطر الدفع التشغيلي:

وهي مدي استخدام التكاليف الثابتة كالاستهلاكات ومرتبات الإدارة وغيرها في عمليات الشركة.

2/ مخاطر الدفع المالي:

وهي مدي نسبة التكاليف الثابتة كفوائد الديون إلي التكاليف الكلية فإذا كانت درجة الدفع المالي في شركة ما مرتفعة فأن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلي انخفاض أكبر في صافي أرباحها[2].

أهمية إدارة المخاطر:

إن إدارة المخاطر باتت من أهم الموضوعات الساخنة بالنسبة للشركات التي فرضت الأزمة المالية العالمية وجودها علي جدول أعمال الشركات،

(1) حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص50-51.

(2) ناظم محمد نودي، مرجع سبق ذكره، ص321.

والمخاطر قد تكون دورية أحياناً نتيجة تبني سياسات وإستراتيجيات تعتمد علي معدلات عالية من المخاطر.

إن إدارة المخاطر لم تعد تقتصر علي جدول أعمال الشركات فقط بل باتت سنداً أساسياً في تقييمات شركات التصنيف العالمية التي تعتمد بشكل أكبر في تصنيفاتها على إدارة المخاطر وتعتبرها متطلبات أساسية ينبغي تحقيقها، وإن غياب المخاطر في الفترة السابقة عن الشركات دفع أكبر ألف شركة عالمية إلي خسارة 20% من قيمة أسهمها خلال الأزمة الأخيرة، لذلك على الشركات الاستعداد للمخاطر الداخلية التي قد تواجه أي شركة إضافة إلي المخاطر الخارجية التي يكون لها تأثير أكبر في أغلب الأحيان[1].

والمخاطر ليس دائماً سيئة بل كثير من الأحيان تتحقق عوائد مرتفعة للشركات لكن يجب النظر إليها على أنها شيء يمكن التعامل معه وحماية الشركات منه وأنه من المهم جداً أن تراعى الشركات مسألة القدرة على الانتفاع من الفرص والاستعداد على تحمل خسائرها[2].

جاءت أهمية إدارة المخاطر من أن النشاطات الأعمال دائماً ما تتعرض للمخاطر لذلك فإن اختيار المحفظة ما هو إلا لتعظيم العائد المتوقع الكبير (يقاس بالوسط الحسابي) فقط بالدخول في مزيد من المخاطر وعلى ذلك فإن المعضلة التي تواجه المستثمرين هي إيجاد التوليفة المثلى من المخاطر والعائد.

كما يمكن تخفيض أثر المكون الخاص للمخاطر من خلال تنويع محفظة الأصول، بينما يتحمل المستثمر العنصر العام في المخاطر ولكن يواجه منهج (Markowitz) مشكلات عملية في حالة استثمار المحفظة الاستثمارية على أصول كثيرة[3].

كما أن العنصر المهم في إدارة المخاطر هو فهم المفاضلة بين المخاطر والعائد لأن العائد يزداد مع ازدياد المخاطر، طالما أن الهدف من المؤسسات

---

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مصر، الدار الجامعية للنشر، 2007م، ص337.

(2) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net .

(3) الموقع الالكتروني www.kuwait5020.amedia.gov.kw .

المالية هو زيادة صافي العائد من أسهم المساهمين، فإن إدارة المخاطر المرتبطة بتعظيم العائد هي الوظائف المهمة لهذه المؤسسات وتقوم بهذا الدور من خلال التنويع الكفء للمخاطر الخاصة واختزال وتحويل المخاطر العامة.

وتتمثل أهمية المخاطر في تحديد مدى استعداد الشركة للتعامل مع المخاطر خصوصاً في مدى جودة تقييم المخاطر لأن نفع لها أن لم تكن على دراية بكيفية التعامل، كما على الشركات أن تحدد حدود المخاطر في إستراتيجية عملها والتي تكون مؤهلة من حيث الإمكانيات والموجودات للتعامل معها أو لتحمل الخسائر التي قد تنتج عنها وإن إدارة المخاطرة عبارة عن عمل جماعي يشترك فيه العاملون كلهم في الشركة ويجب أن لا يتم حصره في شخص معين [1].

أهداف إدارة المخاطر:

لا يكفي الحديث عن هدف واحد لإدارة المخاطر مثلما لا يكفي أيضاً الحديث عن هدف واحد لمنشأة الأعمال أو أي منظمة أخرى ويكون لمعظم المنظمات بالطبع أهداف متعددة أيضاً ويكون لمعظم الوظائف داخل المنظمة أهداف متعددة، وقد يكون للمنظمة أو قسم بها رسالة واحدة مسيطرة، إلا أن الأهداف الأخرى سوف تتطلب التعرف عليها، فإن إدارة الإنتاج على سبيل المثال قد تكون مسئولة عن إنتاج السلع بتكلفة معينة، ووظيفة إدارة المخاطر لا تختلف عن ذلك ومن بين أهداف متعددة فيما يلي أكثر شيوعاً:

1. ضمان كفاية الموارد عقب حدوث الخسارة.
2. تقليل تكلفة التعامل مع المخاطر البحتة إلي أدنى د.
3. حماية الموظفين من الإصابات الخطيرة والوفاة.
4. أداء الالتزامات القانونية والتعاقدية [2].

وعندما يكون لمنظمة أهداف متعددة، أحياناً تتناقص وتتعارض الأهداف مع بعضها وفي ظل هذه الظروف يجب اتخاذ قرار لتحديد من تكون له

---

(1) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2007م، ص60.

(2) عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص50.

الأولوية والأسبقية، ولذلك لا يكفي التعرف فقط على أهداف إدارة المخاطر، بل يجب أيضاً التعرف على الهدف الذي يسمو على الأهداف الأخرى.... الهدف الذي يمثل (مجال النتائج الرئيسية) بالنسبة لمدير المخاطر الرئيسي الذي يبرر وجود وظيفة إدارة المخاطر والتعرف على مجال نتائج المخاطر يجب أن نسأل ما الذي تأمل المنظمة في تحقيقه من خلال جهود مدير المخاطر لماذا تنخرط المنظمات في أنشطة إدارة المخاطر؟ [1].

طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال.

كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في ظروف الاقتصادية، يطلق على التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً.

وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات[2].

ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق

---

(1) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مرجع سبق ذكره، ص69.

(2) هشام جبر، إدارة المصارف، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2008م، ص23.

لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدم أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح[1].

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

أ/ المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلي زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي[2].

ب/ الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدي ة عن القيمة المتوقعة للتدفقات.

يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم[3].

---

(1) زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، ط1، عمان، دار الصفاء للنشر، 1998م، ص400.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط3، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1997م، ص411.

(3) هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص ص30-31.

كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{س=1}^{ن} \frac{(ق_س - \bar{ق})^2}{ن}}$$

حيث (σ) تمثل الانحراف المعياري، (-ق) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما (قس) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلى هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر[1].

ج/ معامل الاختلاف:

إن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي على كل منهم[2].

يتم حساب معامل الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري (σ) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية[3]: $ف = \frac{\sigma}{ر}$

---

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، 1999م)، ص241.

(2) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص412.

(3) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents .

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وبالإضافة إلي ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[1].

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد " المعلومات التاريخية " :

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي.

وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد[2].

---

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص242.

(2) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents .

علاقة العائد والمخاطر بالاستثمار والتمويل:

عندما يقوم أي شخص رشيد بصرف نق إنفاق يكون السؤال لديه دائم هل المكاسب من هذا الإنفاق تستحق؟

إن القرار يحوي مقارنة بين المكاسب و المنافع أو العائد Benefits المتوقع و بين التكاليف Costs المرتبطة بهذا الإنفاق أو المغامرة و بالتالي يتطلب الأمر حساب المنافع التي يمكن أن تتحقق بالدخول في المشروع المعين مقارنة مع قيم مختلف البدائل الأخرى التي كان من الممكن شراؤه بنفس المبلغ من النقود " و بنفس المجهود و الوقت ".

هذا إذ كان قرار الإنفاق على مستوى الفرد قرار بسيط سهل فإن قرار الاستثمار أصعب من قرار الإنفاق الجاري. فالمنافع أو العوائد المتوقعة ليس من السهل تقييمه لأنه تقع في المستقبل و على فترات، و هناك غموض حولها. و يكون السؤال أيضا عن كيف يمكن حساب صافي العائد من مشروع استثماري يتطلب إنفاق على مدى عدد من السنين و يتوقع منه مكاسب على مدى عدد من السنين المقبلة[1].

يعتبر تحديد مدى المخاطر التي ترغب تحملها أحد المسائل الهامة التي ستواجهها كمستثمر. والمقصود بقدرتك على تحمل المخاطر هو مدى الخسائر التي يمكنك تحملها بدون التخلص من الاستثمار. وهناك ارتباط وثيق بين المخاطر والعوائد؛ فكلما ارتفعت مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد المحتملة وعندها تصبح مناسبة أكثر كاستثمارات طويلة الأجل[2].

نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بين تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة. ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصراً مؤثراً في تكوين المحفظة لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة.

وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطر فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها إذا أمكن قياسها وقابلها عوائد مجزية بالقدر الذي يرون

---

(1) الموقع الالكتروني: www.caamsf.com

(2) الموقع الالكتروني السابق.

إنه ملائم لمستوى تلك المخاطر. لكن الناس لا يقبلون على فرص استثمارية يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية أم متدنية المخاطرة. هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحاً يعد ذا مخاطرة عالية[1].

وتنشأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية أهمها:

- إن المستثمرين متأهلين للمخاطر المتوقعة
- درجة الخوف تختلف من مستثمر لآخر
- مجمل المشاريع المتاحة لها عوائد ومخاطر
- بحث مستمر عن الفرصة الاستثمارية التي تحقق له أقصى عائد ممكن موازاة مع الخطر الضئيل الذي تحمله[2].

إن المبادلة بين المخاطرة والعوائد هي أحدى الأسس أو المبادئ التي يسترشد بها المدير في الاختيار بين البدائل في القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشراء أصول وعلى المدير المالي أن يختار من الأصول، الأصول التي تبرز عائدها ومخاطر شراؤها وبالمثال يختار من مصادر لتمويل المصدر الذي يبرز عائده المخاطر المرتبطة به وذلك يتحقق هدف المشروع[3].

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار لأن القرارات المالية الاستثمارية تخذ اليوم ولا تظهر نتائجها إلا في المستقبل لكن المستقبل مجهودها ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه متخذ القرار ببدائل تتضمن مبادلة بين عائد مرتفع ومخاطر مرتفعة وعائد أقل ومخاطر أقل.

إن هاتين السمتين متناقضتين إلا أنهما حقيقيتان ثابتان في عالم الاستثمار والتمويل وحيث أنه لا توجد عوائد مجزية إلا مع وجود احتمالية معقولة ومقبولة من المخاطر، وتدل الدراسات العلمية والتجارب الحية أن المستثمرين يطلبون علاقة طردية بين معدل العائد ودرجة المخاطرة.

فلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمارية كلما ارتفعت عائده لذلك يرضى المستثمرين ولكن ليس بنفس الدرجة لن المبادئ الاستثمارية الشائعة

---

(1) الموقع الالكتروني: www.eaamsf.com

(2) الموقع الالكتروني السابق.

(3) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2008م)، ص49.

الاستخدام في القرارات المالية تفترض تفضيل المستثمر والممول للعوائد الأعلى على العائد الأقل مع ثبات العوامل الأخرى وتفضيل المستثمر والممول للمخاطرة الصغر على الأكبر[1].

وإذا كنا نميل إلي مخاطر قليلة فيمكننا استثمار أموالنا في أوراق مالية حكومية أو كوديعة في مؤسسة مالية وبالنتيجة تحصل على دخل قليل وكلن ثابت وشبه مؤكد وفي معظم الحالات لن تخسر رأسمالنا.

وإذا كنا على استعداد بقبول مخاطر أعلى من المستوى الأول، فإننا نبحث عن عائد أعلى مما حصلت عليه في المستوى الأول، فقد يكون هدفنا دخلاً جارياً متزايداً ففي هذه الحالة قد نستثمر أموالنا في الشركات التي لها تاريخ طويل في توزيع الأرباح مثل الشركات المنافع العامة، الشركات الكبيرة، شركات إنتاج المواد التموينية أو توزيعها، وشركات الشحن وهذه الشركات تعطي أماناً ضد فقدان المال المستثمر وهذه أرباحها الموزعة موازنة أو لكي تعادل التضخم[2].

وإذا كان غير مهتمين بتقلبات الأسعار في المدى القصير وفي توزيع الأرباح، وهدفنا هو ارتفاع الأسعار فعلينا بالاستثمار في الشركات التي تنمو فوق المعدل مثل شركات المشروعات الترويجية.

أما إذا كنا غير مهتمين بالأرباح الرأسمالية في فترة قصيرة في هذه الحالة علينا أن نداوم في السوق المالي ونكون ماهرين في توفير شراء الأسهم المرشحة للمضاربة ومثلها الشركات الناشئة في القطاعات الحديثة، حيث يرى المدير المالي بالضرورة المبادرة بين العائد والمخاطر فهو عندما يتخذ قراراً، غالباً ما يتطلب الاتفاق أو الاقتراض ويترتب عليه في الأيام اللاحقة مرفقات نقدية معاكسة الاتجاه أما أن قراءة يمكن وصفه بمجموعة من التدفقات الداخلة والخارجة[3].

---

(1) المرجع السابق، ص67.

(2) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2007م، ص76.

(3) المرجع السابق، ص76.

الفصل الخامس

قرارات الاستثمار والتمويل

تعريفات الاستثمار:

يعتبر الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية والفعالة على مستوى الاقتصاد القومي وعلى مستوى نشاطات رجال الأعمال على حد وسواء، ووردت تعريفات كثيرة للاستثمار ومنها:

يعرف الاستثمار (بأنه عبارة عن توجيه الموارد المتاحة من أجل المنفعة الكامنة في هذه الموارد)[1].

وذلك لأن الموارد المتاحة تشتمل على إشباع الحاجات الأساسية والكمالية للإنسان وعند تأجيل الانتفاع من هذه الموارد في الوقت الحالي لوقت آخر يسمى هذه الاستثمار.

ومن الممكن أيضاً تعريف الاستثمار (بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة تعثره معينة من الزمن قد بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية) [2].

وذلك بتعويضه عن النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم وأيضاً عن المخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول تدفقات مالية مرغوبة فيها.

وهناك من يعرف الاستثمار (بأنه تضحية بقيم مالية مؤكدة في الحاضر في سبيل الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل) [3].

بمعنى أن المستهلك يضحي في الوقت الحاضر بالانتفاع بجزء من دخله إلي وقت آخر لاحق، بدافع أو بهدف الحصول على منفعة أكبر من المنفعة التي يمكن الحصول عليها حالياً لأنه سيزيد نتيجة تشغيله واستخدامه.

---

(1) مروان شموه، كنجو عبود، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م،

(2) المرجع السابق، ص6.

(3) المرجع السابق، ص7.

ويمكن النظر إلي الاستثمار باعتباره (تضحية بقيمة مالية معينة من أجل قيمة وربما غير مضمونة) [1].

وهذا التعريف شمل عوامل مهمة وجوهرية بالنسبة للاستثمار وهي القيمة والتضحية والوقت والعائد غير المؤكد والمخاطرة لأنها تؤثر فعال على متخذ القرار والاستثمار.

ويمكن القول بأن الاستثمار (هو عبارة عن توجيه المصادر الاستثمارية نحو مجالات معينة في فترة زمنية محددة بهدف استخدام هذه المصادر في هذه الفترة الزمنية المعينة لإنتاج سلعة أو خدمة في فترة لاحقة) [2].

ويعني ذلك أن المصادر الاستثمارية التي تستخدم في الفترة الأولى لا يكون الهدف منها هو استهلاكها استهلاكاً نهائياً وإنما تستخدمها لإنتاج ما يمكن أن يعتبر لمستثمر فوائد مستقبلية لاحقة.

كما عرف الاستثمار بأنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلي الاستثمار وليس الاكتناز) [3].

بمعنى تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة ولا تقوم باكتناز الأموال بل يجب علينا توجيهها نحو الاستهلاك الذي يحقق لنا عوائد في المستقبل.

ويمكن تعريف الاستثمار بأنه (يقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل) [4].

أي التضحية بإنفاق أو إشباع رغبة حالية في سبيل الحصول على إشباع أو رغبة أو تعرض عن الإنفاق الحالي ولكن هذا غير مؤكد أي أنه احتمال حدوث خسارة أو ربح (غير مضمونة).

---

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2008م)، ص280.

(2) المرجع السابق، ص280.

(3) محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة "أسهم – سندات – أوراق مالية"، الطبعة الأولى، (عمان: دار ومكتبة الحامد للنشر، 2006م)، ص15.

(4) الموقع الالكتروني: www.jeeranchannels.com

كما عرف الاستثمار (بأنه ارتباط مالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى طويل من الزمن) [1].

ومن خلال التعريفات السابقة أن أفضل وأشمل تعريف للاستثمار هو التعريف رقم 3 والذي يعرف الاستثمار في "أنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلي استثمار وليس الاكتناز).

وذلك لأنه يحب المستثمرين على توجيه وتشغيل أموالهم نحو الاستثمار والاستفادة منها وعدم تجميدها وكنزها وذلك لكي تحقق لهم عوائد خلال فترة زمنية قادمة.

وعرف الاستثمار في شكله العام والأشمل في أنه: (عملية يتم من خلالها تنمية رأس المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع أو المجتمع سواء كان ذلك بالتعرف على الثروات الطبيعية واستغلال الجزء المتاح منها وذلك للمساعدة في إشباع الحاجات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة).

أهمية الاستثمار:

إن الاستثمار ينطوي على زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب على بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي[2]:

1. مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثرة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.
2. مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجي الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.

---

(1) فيصل محمود الشواوده، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (عمان: دار وائل لنشر، 2008م)، ص31.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص10-11.

3. مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.
4. مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أ, يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.
5. مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخراجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.
6. مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية[1].
7. وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.
8. مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحق هذه السياسة.
9. مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها[2].

وتنبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي على مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية على الأخلاق في العملية التنموية وعلى مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي

(1) المرجع السابق، ص11.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص11.

لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال.

أما على مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر على إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية قطاعات الاقتصاد الأخرى.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر على نمو إجمالي الناتج القومي وعلى التنمية الاقتصادية على وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات على نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلى نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلى كلا المستويين لا تختلف كثيراً.

وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المحالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية[1].

أهداف الاستثمار:

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص.

ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف مثل[2]:

- تقديم خدمة معينة للجمهور.
- تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرباقض، مرجع سبق ذكره، ص290.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص300.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي:

1/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان. فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقا لذلك.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً 1000 ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع[1].

2/ تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو ... ألخ. ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر[2].

وعلى هذا يتم ترتيب بدائل الاستثمار وفقاً لمقدار العائد الناجم عن كل نوع من هذه البدائل. فعلى سبيل المثال، لو كان لدينا عدد من المشاريع و أرباحها على النحو التالي:

جدول يوضح كيفية اختيار المشروعات حسب الأرباح المحققة

المشروع	الأرباح
A	100000
B	150000
C	160000
D	90000

(1) المرجع السابق، ص300.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص10-11.

المصدر: عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2008م)، ص310.

ومع افتراض أن المبلغ المستثمر هو ثابت في كل المشاريع، ومع افتراض ثبات المؤثرات الأخرى فإن المستثمر سوف يختار المشروع C ومن ثم المشروع B ومن ثم المشروع A ومن ثم المشروع D.

3/ تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة[1].

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة.

ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية[2].

4/ تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم.

---

(1) المرجع السابق، ص11.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص13.

والسيولة هي قدرة المشروع على الدفع أو قدرته على سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت.

وأيضاً قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

- الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.
- الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية[1].
- الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق.

ومن هنا يمكن أن نشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصير الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيداً على تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النفر، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءاً على طلباتهم.

حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها على ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم[2].

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً على الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند

---

(1) المرجع السابق، ص14.

(2) عبد الغفار جنفي، رسمية زكي قرباقض، مرجع سبق ذكره، ص320.

التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.

ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص الحصول على مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءاً على طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات[1].

أنواع الاستثمار:

الاستثمار عامل أساسي في تحقيق الزيادة في إجمالي الناتج القومي وفي تحقيق النمو الاقتصادي، ومن معالم الاستثمار الرئيسية زيادة الأصول الثابتة في المجتمع، وفي هذه المرحلة من تحدثنا عن الاستثمار لابد من توضيح بعض الحقائق عن الاستثمار، لأن الإشارة للاستثمار قد يفهم أكثر من معنى واحد فهناك عدة أنواع للاستثمار منها:

- الاستثمار الكلي أو الإجمالي.
- الاستثمار الصافي.
- الاستثمار الإحلالي.

الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد على زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإحلالي[2].

(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص15.

(2) محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1990م)، ص19.

الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عليمات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول على سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الاحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي[1].

الاستثمار الإحلالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول على أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي أصأمنلتنشتلفي المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة آجالاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها.

وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية على وجه العموم[2].

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف على المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف على قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب انفاقية أساسية:

1. الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.

---

(1) رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، (عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، 1997م)، ص33.

(2) رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص300.

2. الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.
3. رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكينات والمعدات المختلفة والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلي ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كشراء براءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية.

في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك [1]..

إن ثمة أنواعاً كثيرة ومختلفة للاستثمارات باختلاف النظر إليها وسوف نقوم بمحاولة تسليط الضوء على أبرز التصنيفات الاستثمارية.

1/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لآجالها:

أ/ استثمارات قصيرة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات قصيرة لا تزيد عن سنة كأن يقوم أحد المستثمرين بإيداع أمواله لمدة لا تزيد عن سنة أو يقوم بشراء أوزونات الخزنة أو سندات قصيرة الأجل، تهدف هذه الاستثمارات إلي توافر السيولة النقدية إضافة إلي تحقيق بعض العوائد وهي تتميز بتوافر سوق لتداولها وتتميز أيضاً بسهولة تحولها إلي نقدية وسرعته.

ب/ استثمارات متوسطة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق, حيث قد تصل إلى خمس سنوات. ومثالها أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف لمدة خمس سنوات. أو أن يقوم بشراء أوراق مالية لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو استئجار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.

(1) محمد عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص47.

ج/ استثمارات طويلة الأجل :

تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقاً لهذا النوع من الاستثمارات خمس سنوات فقد تصل إلى 15 سنة أو أكثر. ومثال هذا النوع من الاستثمارات تأسيس المشروعات. وإيداع الأموال لدى البنوك. الإكتتاب في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم. يكون الغرض الأساس من هذه الاستثمارات تحقيق عائد مرتفع من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة لفترة طويلة نسبياً [1].

2/ تصنيف الاستثمارات وفقا للعائد الناجم من هذه الاستثمارات:

أ/ استثمارات ذات عائد ثابت: كأن يقوم المستثمر هنا بالاكتتاب في أوراق مالية ثابتة الدخل كالسندات والأسهم الممتازة وإيداع الأموال لدى البنوك

ب/ استثمارات ذات عائد متقلب: وهنا يكون العائد متغيراً من فترة لأخرى أو من مشروع لآخر، كأن يقوم المستثمر بالاكتتاب في أسهم عادية المتاجرة ببعض السلع والخدمات.

3/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لقطاعات الاستثمار:

أ/ الاستثمار في قطاع الأعمال العام: يشمل الهيئات العامة ذات النشاط الإنتاجي سواء كان ذلك في شكل سلع أو خدمات ويستثنى من ذلك تلك التي تدخل في قطاع الوسطاء الماليين كالبنوك وشركات التأمين.

ب/ الاستثمارات في قطاع الأعمال المنظم: يشتمل على الشركات المساهمة و التوصية سواءً كانت تابعة للدولة أم للقطاع الخاص.

ج/ الاستثمار في قطاع الأعمال غير المنظم: يشتمل هذا القطاع على شركات الأشخاص من تضامن وتوصية بسيطة.

د/ الاستثمار في الجمعيات التعاونية:

هـ/ الاستثمار في قطاع الخدمات العامة: أي قطاع الدولة وما تقدمه من خدمات، ويشمل هذا القطاع على الخزانة والإدارة الحكومية والبلديات.

و/ الاستثمار في قطاع الأفراد: أي الأفراد والمنشات الفردية والهيئات المحلية.

---

(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2008م، ص56.

ز/ الاستثمار في قطاع العالم الخارجي: يشتمل هذا القطاع على المنشآت والأفراد الذين يتعاملون مع مختلف القطاعات الخارجية.

ح/ الاستثمار في قطاع الوسطاء الماليين: يشتمل على المؤسسات العامة للتأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية , وشركات التأمين.

ط/ الاستثمار في قطاع البنوك: أي الإيداع لدى البنوك أو الاكتتاب في السندات والأسهم التي تصدرها[1].

4/ تصنيف الاستثمارات حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين:

أ/ استثمارات المنشآت التجارية: أي الاستثمار في المنشآت التي تعتمد بالدرجة الأساسية على المتاجرة بالسلع والخدمات. وهذا النوع من الاستثمارات واسع الانتشار في المجتمعات كافة وهو يسهل عملية التبادل بين مختلف الأنشطة.

ب/ استثمارات المنشآت الزراعية: أي الاستثمارات في المنشآت التي يعتمد نشاطها الأساس على زراعة مختلف أنواع المزروعات وجنيها في المواسم المحددة لها، وهي تعرف بارتفاع مخاطرها وانخفاض معدل العائد المتولد عنها نظراً لاعتمادها على الظروف الجوية والعوامل الطبيعية.

ج/ استثمارات المنشآت الصناعية: أي المنشآت التي تقوم بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال.

د/ استثمارات المنشآت الخدمية: تعتمد على تقديم الخدمات المختلفة للجمهور مثل الماء والكهرباء والاتصالات والنقل.

هـ/ استثمارات المهن الحرة: كالحلاقين والنجارين والحدادين...إلخ.

و/ الاستثمارات العقارية: تقوم على امتلاك العقارات وبيعها أو إقامة المباني وتأجيرها أو بيعها.

5/ تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعتها

أ/ استثمارات حقيقية أو عينية: تشتمل على الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة وتؤدي إلى خلق قيم جديدة.

ب/ استثمارات غير حقيقية أو مالية: لا تؤدي إلى خلق القيم وإنما إلى انتقالها من شخص إلى آخر لتمويل الأنشطة العينية.

---

(1) رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص ص10-11.

6/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لحجمها

أ/ استثمارات صغيرة: تتسم بصغر المبالغ التي يتم استثمارها. كذلك صغر المنشآت التي تقوم بالاستثمار من حيث: حجمها وعدد عمالها ومن حيث رأس مالها ونتائج أعمالها.

ب/ استثمارات كبيرة: تكون المبالغ المستثمرة فيها كبيرة. وتقوم بها منشآت كبيرة في: حجمها وانتشارها ورأسمالها عدد العاملين فيه ونتائج أعمالها(1).

7/ تصنيف الاستثمارات وفقا لمن يقوم بها

أ/ استثمار شخصي أو فردي: يقوم به شخص واحد يتولى إدارة شؤون هذا الاستثمار من حيث تأمين الاحتياجات والعمل به والبيع، أو يقوم بالاكتتاب بالأوراق المالية. ليس واسع الانتشار لأنه من الصعب على شخص بمفرده أن يحيط بجوانب النشاط كافة.

ب/ استثمار مؤسسي: وهو الاستثمار الذي تقوم به مؤسسة أو هيئة أو شركة. هذا النوع هو الأكثر رواجاً وإنتشاراً بل وتطوراً وكذلك ذو أثر على الحياة الاقتصادية لمجتمع ما.

8/ تصنيف الاستثمار وفقا لشكل الملكية

أ/ استثمار عام: تقوم به عادة الحكومة كونها مالكة لهذا الاستثمار. قد يسمى أيضا الاستثمار في القطاع العام أو القطاع الحكومي.

ب/ استثمار خاص: يقوم به الأشخاص أو الهيئات الخاصة باعتبارهم المالكين لوسائل الإنتاج فيه.

ج/ الاستثمار المشترك: يجمع ما بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص. يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية.

9/ تصنيف الاستثمارات وفقا للجنسية:

أ/ استثمار محلي أو استثمار وطني: تكون جنسية المستثمرين فيه وطنية أو محلية سواءً كانوا أفراداً أم مؤسسات.

---

(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص11-12.

ب/ استثمار أجنبي: تقوم به الشركات والهيئات الأجنبية وتزايد دور هذا النوع من الاستثمارات وانتشاره الواسع في العديد من البلدان سيما في العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الحالي في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي والمالي[1].

مقومات الاستثمار:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن على المستثمر[2]:

1. أن يضع جميع البدائل المتاحة.
2. أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.
3. أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.
4. أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.
5. أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

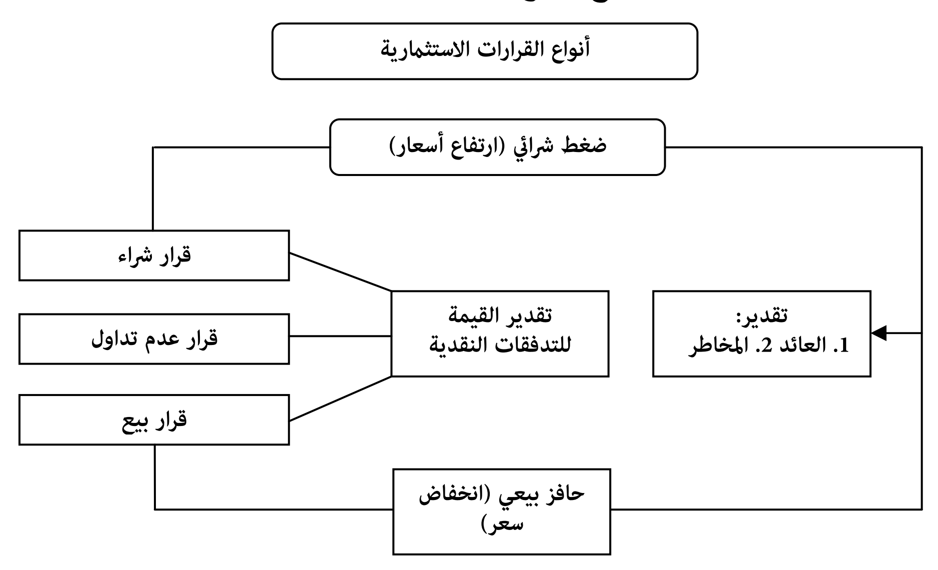
يمكن ملاحظة ثلاث أنواع من القرارات:

---

(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص12-13.

(2) محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل للنشر ولتوزيع، 2004م)، ص37.

شكل يوضح أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل لنشر والتوزيع، 2004م)، ص37.

وفقاً للنموذج أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحداً من ثلاثة قرارات حسب ظروفه وظروف السوق[1]:

1/ قرار الشراء:

يتخذها المستثمر عندما يجد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الأداء الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق.

2/ قرار عدم التداول:

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها لن تحقق له أية أرباح بالمقياس مع المخاطر التي يمكن أن تتوافق معها.

3/ قرار البيع:

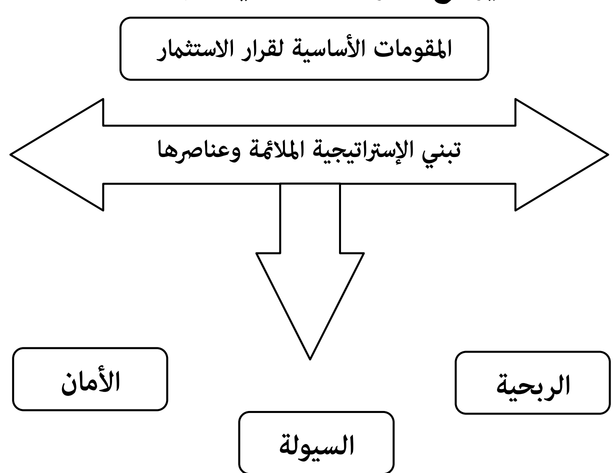
يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها، أو من

(1) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص38.

القيمة الحالية لهذه الأدوات ومما كان نوع القرار الاستثماري المتخذ فإنه يجب أن يقوم على المقومات الأساسية التالية[1]:

1. تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار تقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله اتجاه كل من الربحية (Profitability) التي تحدد من خلال معدل العائد على الاستثمار الأموال، السيولة (Liquidity) والأمان (Safety) اللتين تتحددان من خلال المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد.
2. الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الذي يقوم على المدخل العلمي في اتخاذ القرار الذي – يقوم على خطوات هي[2]:
   - تحديد الهدف الاستثماري.
   - جمع المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرار المناسب.
   - تحديد العوامل الملائمة التي تتحكم في اتخاذ القرار.
   - تقييم العوائد المتوقعة من كل بديل من البدائل الاستثمارية المتاحة.
   - اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف الموضوعة مسبقاً.

شكل يوضح المقومات الأساسية لقرار الاستثمار



(1) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص40.

(2) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص51.

المصدر: مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (القاهرة: الشركة العربية للتسويق والتوريدات، 2008م)، ص46.

كما توجد مقومات أخرى لقرارات الاستثمار وتتمثل في الآتي[1]:

1. الموقع الجغرافي.
2. الاستقرار السياسي والاقتصادي.
3. البنية الأساسية.
4. العنصر البشري.

1/ الموقع الجغرافي:

يلعب الموقع الجغرافي دوراً هاماً إذا كان فريد ومتميزاً مثل مساهمته في نقل السلع والاتصالات مما يعزز نجاح المشروعات الاستثمارية.

2/ الاستقرار السياسي والاقتصادي:

إن الاستقرار السياسي والاقتصادي يكون من خلال توافر الظروف الموضوعية المواتية لتحقيق هذا الاستقرار فعلي المستوى السياسي العمل على توظيف التحرك للتعاون لخدمة أهداف التنمية وفتح آفاق رحبة للتعاون الدولي والإقليمي على أساس المصالح المتبادلة، أما على المستوى الاقتصادي تحقيق الأداء الاقتصادي من خلال توافر عناصر القوة فيه بما يدعم خطط التنمية المتواصلة في مختلف المجالات ويساهم في جذب المزيد من الاستثمارات العالمية.

3/ البنية الأساسية:

تعد سهولة النقل والمواصلات من أهم العناصر الفعالة في نجاح المشروعات الاستثمارية بالإضافة إلي شبكات النقل والمواصلات الداخلية والخارجية التي تربط بين دول العالم الخارجي، أما العنصر الثاني الفعال في جذب الاستثمارات هو تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات التي تحقق التواحد الإعلامي في جميع أنحاء العالم مما أدى إلي ترويج المشروعات الاستثمارية[2].

---

(1) شوقي حسين عبد اللـه، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2007م)، ص120.

(2) الموقع الالكتروني: www.kenenaonline.com ، 21/2/2011م.

4/ العنصر البشري:

يعتبر العنصر البشري من مقومات الاستثمار لذلك لابد من تخريج قوى عاملة واعدة، وماهرة ومدربة في مختلف الجوانب التطبيقية وبأجور مناسبة.

قرارات الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع في ذات تأثير على بقائه واستمراره ونموه، ولا تقتصر هذه الاستثمارات على الأصول الثابتة فقط وإنما أيضاً الزيادة في الأصول المتداولة والمترتبة على الاستثمار، ونفقات البحوث والتطوير وبصفة عامة تشكل الاستثمارات في الأصول والبحوث الجانب الأكبر من الاستثمارات وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب:

1. يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة التخلي أو العدول عنها بسبب ضخامة حجم الأموال التي تم إنفاقها في مرحلة الإعداد ومعنى التخلي عن الاستثمار تحمل خسائر مالية ضخمة.
2. المخاطر المترتبة عند العدول عن الاستثمار لانعدام المرونة لكثير من الاستثمارات الثابتة، ونعني بالمرونة السرعة في الرجوع إلي الوضع المبدئي (ما قبل الشروع في تنفيذ الاستثمار).
3. تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية[1].

وبالرغم من أهمية الاستثمار ودوره في الاقتصاد والتنمية والاقتصاد فإنه عملية تحفه كثير من الصعاب والمخاطر، فالاستثمار في أي من المجالات الاستثمارية ومن أي جهة من الجهات، في القطاع العام أو الخاص، يتأثر بعوامل عديدة وعوامل متغيرة أثناء فترة الاستثمار هي العوامل الاقتصادية والسياسية[2].

صعوبات قرار الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين:

1. إنه يعتمد كلياً على التنبؤات.

---

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2007م)، ص275.

(2) منير هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الإسكندرية، دار المعارف، 2003م، ص20.

2. مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متمشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياساتها[1].

إن اتخاذ القرار سواء كان صاحبه مديراً أو رئيساً أم مواطناً صغيراً يحتاج إلي الشخص سبق تدريبه على هذه العملية وقد نجد أن كثرة من أكتسب هذه المهارة فأصبح قادراً على اتخاذ القرار الذي هو محور العملية الإدارية بل أنه قلب الإدارة طبقاً لرأي هويات سيمون الذي اعتبر أن القرارات ما هي إلا سلسلة متصلة من الحلقات فكل قرار يسبق قرار ويتبعه قرار إلي أن يتم تنفيذ وتحقيق الأهداف، مثال تلك القرارات التي تصدر من ديوان الوزارة يكون قد سبقها قرار من رئاسة مجلس الوزراء ثم تبعها قرارات أخرى من المديرية التعليمية ثم قرارات تليها على مستوى المدرسة[2].

فمن الضروري أن تحدد الإدارة العليا بطريقة واضحة، الأهداف والسياسات العامة والتي على ضوئها تشكل سياسة الاستثمار بما يتفق مع هذه السياسات لابد من معرفة العناصر المؤثرة في قرار الاستثمار سواء تلك التي يمكن التعبير عنها في شكل كمي أو نوعي، فقد يترتب على هذه العناصر تدفقات نقدية أو تدفقات مالية فإغفال الاستثمار في نهاية مدة الاستثمار، سواء بالنسبة للأصل الثابت أو المتداول، يؤدي إلي اتخاذ قرار خاطئ، فهذه القيمة لها تأثير ملموس من الناحية المالية وعلى العائد[3].

فإغفال عنصر معين قد يكون له تأثير على القرار وأيضاً أخذ عنصر معين ليس له علاقة بالقرار قد يؤدي إلي اتخاذ قرار مخالف للواقع.

فإن اتخاذ قرار من هذا الشأن يعني أن الجهة المستثمرة قد تخلت عن فرصة بديلة لاستثمار رأس المال في سبيل ربط هذا القدر من رأس المال بمشروع معين لفترة محددة من الزمن[4].

---

(1) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص270.

(2) الموقع الالكتروني: www.sis.gov.eg/ar/economy21/2/2011 م.

(3) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص221.

(4) شوقي حسين عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص113.

تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل:

تؤثر قرارات الاستثمار تأثيراً مباشراً على قرارات التمويل ممثلاً في[1]: أنـه إذا ترتـب عـلى تنفيذ اقتراح استثماري ما، تغيير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الاقتراضـية ويـصبح مـن المتوقـع قيـام المنـشأة بـالتخطيط للحـصول عـلى قـرض إضـافي، عنـدما تكـون هنـاك حاجـة مستقبلية لمزيد من الموارد المالية وتتحدد قيمتـه بالتكلفـة المبدئيـة للاقـتراح (وهـي تعـادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية) مضروبة في نسبة الاقتراض إلي حقوق الملكية.

وغنى عن البيان أن الميزة التي يقدمها الاقتراح الاستثماري إلي الطاقة الافتراضـية سـوف ترد إليه كيف؟ من المعروف أن حـصول المنـشاة عـلى قـروض إضـافية يزيـد مـن الوفـورات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة، بما يعادل قيمة العوائد على القروض الإضـافية مـضروبة في معدل الضريبة ولمـا كـان الـسبب الأسـاسي في تحقيـق الوفـورات الـضريبية الإضـافية هـو الاقتراح الاستثماري، فينبغي – طبقاً لأسلوب صافي القيمـة الحاليـة المعـدل – أن تعتـبر هـذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحسبان عن تقييمه[2].

مفهوم وأهمية وأهداف التمويل:

أولاً: مفاهيم التمويل:

يعتبر التمويل النشاط الرئيـسي الـذي يرتكـز عليـه الاسـتثمار في الـشركات والمؤسـسات ويتمثل في كيفية الحصول علي الموارد المالية مـن مـصادر داخليـة وخارجيـة وتوزيعهـا عـلي الاستخدامات المختلفة.

ويعرف التمويل بعدة تعريفات هي:

أن التمويل هو عن أو علم أو نظام معالجة القضايا المالية في الدولة أو الـشركة و تـدبير الأموال والقروض وتنظيم إدارتها[3].

---

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص431.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1998م)، ص694.

(3) الصديق طلحة محمد رحمـة، التمويـل الإسـلامي في الـسودان التحـديات ورؤى المـستقبل، (الـسودان: المكتبـة الوطنية، 2006م)، ص23.

بمعني أنه أحد العلوم والفنون في النظرية الاقتصادية لأنه يرتكز علي وصف وتحليل أساليب التمويل المختلفة وتنظيم استخدامها داخل الشركة.

كما ويعني (تدبير الأموال والاهتمام بوجود النقدية في خزاين المنشات)[1]، بمعني توفير مصادر الأموال والحصول علي الأموال لتغطية مخزون النقدية في المؤسسات وضمان الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة للغير ويبدأ ذلك علي تركيز التعريف علي الاحتياطات المالية للمنشأة سواً كانت زراعية أو صناعية أو خدمية أو للإفراد.

كما يعرف بأنه (الحصول علي الأموال ثم إدارتها) [2]. ويعني ذلك البحث في كيفية علي المال واستعماله في أوجه الاستخدام الأمثل له.

وانه يعني كذلك (تزويد المستثمر بالأموال اللازمة للقيام بالاستثمار[3]، بمعني إمداد المستثمرين الذين يوجد لديهم مشروعات أجهزة ولكنها مفتقدة لرأس المال اللازم لقيامها لذلك يتم تمويلها بكل ما تحتاج إليه من مستلزمات.

وكما تم تعريفه بأنه (هو احد مجالات المعرفة ويتكون من مجموعه من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول علي الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات[4].

كما عرف بصور عامة بأنه (عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها أو استخدامه لضمان استمرار عملية إعادة الإنتاج علي مستوي الاقتصاد الوطني ومستوي المنشأة الإنتاجية أو الخدمية[5].

---

(1) المرجع السابق ذكره، ص23.

(2) المرجع السابق ذكره، ص24.

(3) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، 1993م)، ص206.

(4) الصديق طلحة محمد رحمة، مرجع سبق ذكره، ص22.

(5) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com 21/2/2011 .

بمعني إعداد المخصصات التي يتم بها مواجهة الإحداث المشكوك في حدوثها والتي تكون عندما يراد استخدامها وإعادة توزيعها علي مستويات الاستخدام داخل المنشآت في كل الأقسام الإدارية فيها وذلك لتجعلها قادرة علي الاستمرار وتحقيق أهدافها التي ترمي إليها .

وكذلك يعرف بأنه (هو تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية واستخداماتها في تكوين القيم المادية والحفاظ علي استمراريتها) [(1)].

بمعني توفير المال اللازم سواء كان نقداً أو في صورة أصول (ثابتة أو متداولة) يمكن تحويلها إلي سيولة بصورة سريعة واستخدام هذا المال في إعداد المركز المالي للمنشآت واستمرار تغذيته المالية.

وعرف أيضاً بأنه المفهوم الواسع (هو جميع المعاملات والصفقات المالية التي تؤدي إلي تغيرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية) [(2)]. بمعني كل ما تقوم به المنشأة من التزامات تعاقدية من شأنها تغيير في زيادة الأصول أو النقدية الموجودة في المنشأة وكذلك تغير في الطبقة المالكة لها وتظهر هذه الالتزامات في الميزانية للشركة.

وأن اشمل تعريف هو تعريف رقم "5" وذلك للاتي:

1- لأنه أكد أن التمويل علم قائم بذاته وله مفاهيمه وأهدافه وإطاره العلمي ومجال تطبيق يستند عليه.
2- أن وظيفة التمويل الأساسية هي الحصول علي الأموال للاستخدام الأمثل وذلك باختيار المصدر الأمثل الذي يحقق أهداف المنشأة.
3- ابرز التعريف أهمية استخدام الأموال الاستخدام الأمثل وذلك في كيفية إدارتها من ناحية الأفراد ومنشأة الأعمال وكافة المؤسسات الخدمية وكذلك توفير المال لهم متى ما تطلب الأمر ذلك.

---

(1) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، مرجع سبق ذكره، ص22.

(2) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com 21/2/2011 .

إن التمويل هو (الأداة العملية والعلمية التي يتم بواسطتها الحصول علي الأموال اللازمة لإدارة المشروعات سواء كانت صناعية أم صناعية أم خدمية وضمان تسديد التزاماتها والحفاظ علي قيمتها السوقية وضمان إستمراريتها بالقيام بأعمالها الموكلة إليها.

أهمية التمويل:

التمويل يعتبر مهم جداً في جميع المؤسسات والمنشات ويرجع ذلك إلي الحاجة الاقتصادية للسلع والخدمات التي يحتاج الناس في حياتهم اليومية حيث يؤدي رأس المال في المجتمعات الحديثة دوراً رئيسياً في إتباع الحاجات وتنوعها.

كما زاد الاهتمام بالتمويل واعتباره علم مستقل بزاته بعد أن ازداد الاهتمام بالتحليل المالي ودراسات التدفقات النقدية والتخطيط المالي وظهور البرمجة الخطية. وامتد من كونه أداة للحصول علي الاحتياجات المالية إلي النظام المالي ككل فأصبحت مكونات التمويل متعددة وكثيرة وشملت التنظيم المالي والتخطيط المالي والسيولة النقدية والاستثمار طويل الأجل – مصادر الحصول علي الأموال والمؤسسات المالية وأسواق المال والأساليب الفنية للحصول علي الأموال فأصبح علماً لاتخاذ القرارات والأساليب كطريق لنجاح المؤسسات ويتمثل في الحصول علي أكبر عائد من الأموال المستخدمة في مختلف الأصول.

ويتمثل التمويل في المهام الآتية:

1. تكييف الوسائل النقدية المتاحة مع العمليات المادية بأنواعها المختلفة الضرورية اجتماعية.
2. تحقيق أعلي عائد ممكن من خلال الدورة السريعة للمخصصات المالية في عملية تجديد الإنتاج الاجتماعي.
3. تحقيق مبدأ العقلانية والتوفير عند إنفاق هذه المخصصات في العمليات المادية التي إنجازها علي مستوي المؤسسات
4. الحصول علي الأموال التي يتم بواسطتها تشغيل أعمال المنشأة وهي استثمار النقدية وحسابات للقبض والبضاعة والآلات والمعدات وذلك

لزيادة الاستثمار في احد الأصول وتقليله في أصل أخر أو زيادة أحد الخصوم مثل "زيادة الاقتراض.

5. التمويل يقوم بتحديد نوعية الاستمارة من بين عدة بدائل تتنافس مع بعضها "مثل" اقتراح زيادة مخزون بتفضيله علي بدائل أخري مثل شراء الآلات الجيدة أو زيادة مصروفات الإعلان [1].
6. تتمثل أهمية التمويل في إعادة توزيع الدخل والأصول بين مصادر الأموال وتحديد أفضل طريقة للحصول علي الأموال من تلك المصادر المتاحة [2].
7. تأثر مصدر معين علي تكلفة التمويل من المصادر المختلفة والتغيرات المتوقعة في هذه التكاليف والعلاقات القائمة فيما بينها [3].

وتوضح أي جانب ذلك أن مصادر الحصول علي الأموال أو الأصول يمكن أن تكون مصادر داخلية "الإرباح المحتجزة " أو خارجية كما ويقوم التمويل بحساب العائد والتكلفة المتوقعة بالنسبة لكل أصل أو استخدام أضافي للأموال. وما هي قيمة الأموال الكلية التي ينبغي علي المؤسسات والشركات استخدامها ومعرفة الطريقة التي تستخدمها هذه الشركات للحصول علي الأموال . وذلك حسب فرص الاستثمار المتاحة والظروف المؤثرة علي مصادر الحصول علي الأموال . وذلك يؤدي إلي تحديد حجم الشركات والطريقة التي تنمي بها والشكل الذي يتم به الاحتفاظ بالنقدية والأصول وتركيب الخصوم بالطريقة التي تناسب هذه الشركات [4].

وعلي ذلك فإن التمويل يشمل مجموعة من المهام والتي تدل علي مقدار أهميته من الحصول علي الأموال وإدارتها في نواحي متعددة.

ويرجع هذا الاهتمام إلي الحاجة الماسة إلي السلع والخدمة في مجال الاقتصاد والمجتمع وفي شتي المجالات ولان رأس المال المعتمد علي التمويل في

---

(1) شوقي حسين عبد اللـه التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، 1980م)، ص25.

(2) شوقي حسين عبد اللـه، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص35.

(3) المرجع السابق ذكره، ص40.

(4) المرجع السابق ذكره، ص43.

المجتمعات الحديثة يؤدي دوراً أساسياً في إشباع هذه الحاجات في شتي المجالات [1].

ثالثاً : أهداف ودوافع التمويل:

أن الهدف الأساسي التي تهدف إليه كل مؤسسة اقتصادية هو تحقيق أكب عائد يقوم بتغطية متطلبات الشركات والمؤسسات وتغطية مستلزماتها والتزاماتها وهنالك أهداف أخري تتمثل في:

1. استخدام الموارد التي تم الحصول عليها الاستخدام الأمثل بشكل يؤدي إلي زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلي الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلي قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها علي الأموال واختيار أفضلها.
2. تحقيق أقصي ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية.
3. تحقيق أقصي ربح مقابل تحقيق أقصي ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم.
4. توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية.
5. تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع [2].
6. تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة علي إبقاء واستمرارية الشركة مع الرضي الشخصي والعام.
7. تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف أي التمويل والذي يؤدي استخدمه أي تحقيق إيراد إضافي.

والذي يكون بالشروط التي تتناسب مع احتياجات الشركة المرتقبة وحسب حالة الشركة في الوقت الحاضر وفي المستقبل[3].

---

(1) المرجع السابق ذكره، ص11.

(2) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، 1993م)، ص ص27-29.

(3) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص25.

1. تحقيق أقصي قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.
2. تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال إلي الشركة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل وذلك:
3. بجمع كل المعلومات اللازمة عن طريقة الاستثمار والتمويل المتاحة وتحليل مزود بالمقاييس العلمية التي تساعد في تحقيق الهدف العام والأهداف العامة للشركة بأفضل طريقة ممكنة من استخدام أمثل للأموال [1].
4. القدرة علي اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانيات التمويلية المتاحة في المؤسسات الإنتاجية والخدمية.
5. تحقيق الوالغة المثلي لضمان استمرارية المؤسسات وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها وتحقيق أفضل ربحية اقتصادية ممكنة.

كما تشتمل دوافع التمويل في:

1. في اقتصاديات السوق وذلك لوجود الربحية.
2. والمنافسة الحادة بين المؤسسات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية لتثبيت موقع الشركات في السوق ومواجهة التحديات والمنافسة وتحقيق أقصي إيراد من الاستثمار.
3. تحقيق الاعتماد الذاتي في الإدارة والتمويل وتقليص دور الأجهزة المركزية في مجال تخطيط المنشآت .
4. تطوير النشاط الاقتصادي وفق الأسس المالية والمحاسبية المعتمدة علي حساب التكلفة واستخدام الفوائض المالية.
5. زيادة مقدرة المنشأة التمويلية التي تدعم إمكانية المنشأة علي زيادة طاقتها الإنتاجية ودعم مركزها المالي بحيث تصبح أكثر قدرة علي إيجاد موقع ثابت لها في سوق المنافسة مع قابليتها للتطور المستمر [2].

---

(1) شوقي حسين عبد اللـه، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص39.

(2) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com 21/2/2011 .

أنواع التمويل:

أنواع التمويل هي المصادر التي يتم منها تمويل جميع المشروعات علي المستوي الخاص والعام ويتقدم إلي:

أولاً: التمويل الخاص والذاتي:

ويشتمل علي مساهمة صاحب أو أصحاب المشروع في التمويل في حين يفهم من التمويل الذاتي استخدام جزء من إيرادات المشروع في عملية التمويل وفق قرارات إدارة المشروع.

ومن أهم مصادر التمويل الداخلي (أموال الملكية) وهي طويلة الأجل وتعتبر في الشركات عبارة عن الأسهم العادية الممتازة والأرباح المحتجزة.

1/ الأسهم العادية:

وهي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول علي الأموال الدائمة "رأس المال" ويحمل كل منها قيمة أسمية تمثل جزء من رأس المال، أي أن رأس المال يقسم إلي عدد من الأسهم تمنح حاملها حق ملكية الشركة وتحمله المخاطر حسب نسبة مساهمته وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحامل السهم العادي المطالبة بحقوقه في التصفية لا بعد تسوية كافة المطالبات الأخرى كحقوق المقرضين وحقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة كما يحق لحامل السهم العادي الحصول علي الأرباح إذا ما حققت الشركة أرباحاً وفي حالة تحقيق خسائر لا يحق له الحصول علي عائد أو لم يتخذ قرار بتوزيع الأرباح وبحقله حضور الجمعية العمومية والاشتراك في قراراتها والإستراتيجية ولسهم العادي عدة قيم بخلاف القيمة الاسمية ومنها:

أ) القيمة الدفترية: وهي قيمة موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت أو حاصل قيمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية.

ب) القيمة السوقية: السعر الذي يتم به تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ت) القيمة التصفوية: هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتعتبر الأسهم العادية أقل خطورة وأكثر مرونـة مـن المـصادر الأخـرى وال تحمـل عبئـاً للشركة ولا ضغوطاً على سيولتها وأنسب المصادر في حالة وجود قيود كما يعاب عليها زيـادة قاعدة المالكين للشركة وزيادة توزيع الأرباح وزيادة تكلفة التمويل[1].

2/ الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية ومن مصادر التمويل طويل الأجـل وتقـوم بـين الأسهم العادية والقروض وهي أيضاً مـن أمـوال الملكيـة أي لا يحـدد تـاريخ لردهـا وللأسـهم الممتازة الحق في الحصول على الأرباح الموزعة كما ليس لها الحق في التصويت أو التمثيـل في مجلس الإدارة كما يوجد سقف محدد للحصول على الأرباح المحددة وتنقسم الأسهم الممتازة حسب حقيبتها للأرباح الموزعة إلي:

الأسهم الممتازة ذات الأرباح الموزعة تراكمياً فتنتقل من السنة إلي السنة التاليـة وكـذلك الأسهم الممتازة غير التراكمية وهي عكس النوع الأول كما هناك الأسهم الممتـازة المـشاركة في الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية والأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

كما يتميز التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بعدة مزايا هي:

إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم لا يؤدي إلي إفلاس الـشركة كـذلك عـدم الـنص عـلى مشاركة الأسهم الممتازة في الأرباح يزيد من صحة السهم العادي كما لا تؤثر الأسـهم الممتـازة على إدارة الشركة كما يمكن استبدال الأسهم بوسائل تمويل أخرى أقل تكلفة وإصدار الأسـهم الممتازة قد يزيد من تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة لها ولكن يعـاب عـلى الأسـهم الممتازة إذا تركم العوائد قد يؤدي ذلك إلي تعرض الشركة لبعض الصعوبات المالية كما يمكـن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم الممتازة أعلى تكلفة من الوسائل الأخرى[2].

---

(1) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، (د ن: 2004م)، ص31.

(2) عبد الغفار عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص33.

3/ الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من أقل أنواع التمويل تكلفة وأقلها خطورة وأن كان ذلك مرهوناً بإتباع الشركة لسياسة حكيمة توازن بين توزيع جزء من الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بالجزء الآخر ليشكل مورداً ذاتياً لتمويل النمو والتطور في الشركة، فكلما ارتفع معدل توزيع الأرباح كلما قل معدل احتجازها وقل بالتالي فرصة الشركة في تمويل استثماراتها من هذا المصدر قليل التكلفة عديم الشروط، فالأرباح المحتجزة مفروضة بحكم القانون لتكوين الاحتياطات للمساعدة على نمو الشركة وزيادة تحسين الوضع الائتماني والقدرة على الاقتراض.

ويتميز التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بأنه لا يحتاج إلي جهد كبير أو مفاوضات في الحصول عليه لأنه متاح لكل المؤسسات الرابحة وليس عليه شروط تؤثر على الأوضاع الاقتصادية للشركات كما لا تؤثر على الإدارة القائمة من حيث التغير في عدد الأصوات[1].

ثانياً: التمويل الخارجي:

1/ القروض:

هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يتم بموجبه حصول المقترض على مبلغ من المال يلتزم برده لمقرض في موعد معين تحددها شروط الاتفاق ويتوقع المقرض استرداد قيمة أسهمهم طالما أن المشروع مستمر في العمل وذلك عند حلول أجل السداد المتفق عليه ويحصل كذلك المقرض على فوائد ثابتة كما لهم الأولوية في الحصول على هذه الفوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباح ولهم أحقية المشاركة في الجمعية العمومية نظرا للخطر الذي يتعرض له أصحاب القروض.

أنواع القروض:

1. الائتمان التجاري: هو الائتمان الذي يمنحه البائع للمشتري على شكل بضاعة يقوم المشتري بإعادة بيعها لسداد قيمتها للبائع لاحقاً وعادة ما

(1) منير هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط3، مصر، المكتب العربي الحديث، 1997م، ص463.

يكون هذا الائتمان قصير الأجل في شكل حساب جاري، ويتأثر الائتمان التجاري بالمركز المالي للبائع بالمرونة والسهولة في منحه وهو المصدر الوحيد للتمويل في المؤسسات صغيرة الحجم ويتميز بالاستمرارية في تجديده.

2. الائتمان المصرفي: هو القرض الذي تحصل عليه المنشأة من أحد المصارف التجارية بهدف سد احتياجاتها الآنية والطارئة وهي ما قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ومن أمثاله الحساب الجاري المدين والاعتمادات بضمان البضائع.
3. الأوراق التجارية: هي أداء للتمويل قصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجراءاتها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية.

2/ السندات:

عبارة عن وثائق ذات قيمة اسمية غير قابلة للتجزئة ولكنها قابلة للتداول يكتتب فيها المسئولين وبذلك تصبح اتفاقاً بين الجهة المصدرة له والمكتتب فيها ويقض هذا الاتفاق بأن يقرض المكتتب مبلغ السند إلي الجهة المصدرة لفترة محددة وبسعر حملة الأسهم ولا يحق لهم الاشتراك في الجمعية العمومية أو التصويت.

أنواع السندات:

أ. السند لحامله: وهو القابل لتداول عن طريق الشراء والبيع حيث يدفع لحامله الفائدة وأصل الدين.د

ب. السند الاسمي: تتحقق الحماية للسند من السرقة والتلاعب لأنه مسجل باسم شخص معين ولا يدفع المبلغ والفائدة إلا له.

ت. السند القابل للتحويل إلي سهم: وذلك بناءاً على رغبة حامله ووفقاً للشروط يمكن تحويل السند إلي أسهم عادية.

ث. السند المضمون: أي المضمون برهن ثابت للأراضي والآلات أو الأوراق المالية.

ج.السند غير المضمون: أي غير مضمون بأصل معين ولكن مضمون بالمركز الائتماني للشركة.

ح.السند الذي لا يحمل معدلاً للفائدة: وهو الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية على أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.

خ.السند ذو سعر الفائدة: وذلك وفقاً لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.

د. سند الدخل: وهو الذي لا توقع عليه فوائد إلا بعد تحقيق دخل المنشأة المصدرة له، وأيضاً هناك سند Junk bank ذات مخاطرة عالية وسندات الحكومة التي تصدرها الدولة وتباع في البورصة[1].

3/ الاستئجار:

وهو الانتفاع بالأصل دون امتلاكه في مقابل دفع مبلغ للمالك وذلك بصفة دورية تزيد من مخاطرة المالية والتأجير أما مالي أو تشغيلي والتأجير المالي أو الرأس مالي هو عقد غير قابل للإلغاء يلتزم فيه المستأجر بدفع أقساط نقدية لمالك العقار الأصلي تعادل في مجموعها قيمة الأصل مضافاً إليها الفائدة وتنتهي بتمليك الأصل للمستأجر ويلتزم المستأجر بخدمات الصيانة والتأمين والضرائب.

أما التأجير التشغيلي أو تأجير الخدمات فهو الانتفاع من خدمات الأصل دون الانتهاء بتمليك الأصل فيمكن أن تكون مدة التأجير التشغيلي أقل من العمر الإنتاجي للأصل المؤجر ويجوز إلغائه أو تحديده للمستأجر الأول أو أي مستأجر آخر لذلك تكون دفعات الإجارة كافية لتغطية تكاليف الأصل كما في التأجير المالي ولكن تكلفة المالي قد تكون أعلى من تكلفة التأجير التشغيلي.

تختلف نظرة المستأجر للإيجار عن نظرة المؤجر فالأول ينظر إليه من حيث التكلفة بمعنى لا ينظر إليه إلا إذا كانت تكلفته أقل من تكلفة

(1) عبد الغفار حنفي، ورسمية قياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص494.

شراء الأصل أما المؤجر فينظر إلي دفعات الإيجار من زاوية أنها مناسبة مع استثماره أم ويضع في اعتباره سعر الفائدة وتركيز دفعات السداد في نهاية المدة مع طول فترة الاستئجار وكـذلك في حالة إتباع طريقة الاستهلاك تمكـن مـن تحقيـق وفـر ضريبـي أو تخـضع المـؤجر لـضريبة أكبر[1].

فهذه جميعها تعتبر مصادر للتمويل ويتم اختيار المـصدر الأمثـل للتمويـل بعـد دراسـة وافية من قبل الإدارة لاختيار البديل الذي يتناسب مع إسـتراتيجيات وسياسـة الإدارة والـذي يحقق لها أهدافها بأقل تكلفة وأكبر عائد ممكن.

قرارات التمويل:

تؤثر قرارات التمويل على قيمة أسهم الـشركة مـن خـلال تأثيرهـا عـلى حجـم مكاسـب الربحية وعلى درجة مخاطرة الـشركة وتـؤثر القـرارات المتعلقـة بـسياسة الـشركة أي تخـضع للقيود الحكومية في الربحية والمخاطرة وهذان العاملان يحددان معاً قيمة المنـشأة ويـضمن ضرار سياسة الشركة الرئيـسي اختيـار الـصناعة التـي فيهـا سـتقدم الـشركة بعمليـات الإنتـاج والتسويق وبعد أن يتم هذا الاختيار فإن الربحيـة والمخـاطرة تتحـدان مـن خـلال القـرارات المتعلقة بحجم الشركة وأنوع المعدات المستعملة وحالات السيولة في الشركة.

وهذه القرارات بشكل عام تؤثر على ربحية ومخاطر الشركة مثل ذلك إذا قررت الشركة تمويل المشروع من خلال قرض إضافي فهذا سيزيد من معدل العائد على رأس المال المساهمين ولكن في الوقت ذاته سيزيد نسبة المخاطرة لأن المخاطرة تتناسب طردياً مـع مقـدار القـرض لذلك فإن المدير المـالي يـسعى إلي أن يتوصـل إلي نقطـة تـوازن بـين العائـد والمخـاطرة التـي تتحقق أقصى ثروة لمساهمين الشركة وهذا يسمى التوازن بين العائد والمخاطر[2].

كما ترتبط قرارات التمويل بهيكل التمويل ودرجة المتاجرة في الملكية والمخـاطرة الماليـة المرتبطة بهيكل التمويل والعائد الناتج عن طريق التمويل[3].

---

(1) سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1992م)، ص ص72-73.

(2) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عدنان داعستاني وأحمـد نبيـل عبـد الهـادي، (المملكة العربية السعودية: دار المريخ، 1993م)، ص39.

(3) سيد الهواري، أساسيات الإدارةالمالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1992م)، ص27.

ومـن القـرارات الأساسـية التـي تتخـذ في مجـال التمويـل هـي القـرارات التـي تخـتص بعمليات الحصول على الأموال والاستخدام الاقتصادي للأموال عن طريق المقارنة الرشيدة بين مزايا الاستخدامات المحتملة وبين تكلفة المصادر البديلة المحتملـة لتحقيـق الأهـداف الماليـة العامة ويفترض في ذلك أن الاقتراحات الخاصة باسـتخدام الأمـوال معروفـة وكـذلك الظـروف الحالية والمستقبلية للفن الصناعي والأسواق والخدمات ورأس المال ومراقبة القرارات الخاصة باستخدام الأموال أو إعادة الاستثمار بالنـسبة لاسـتخدامات جديـدة أو حاليـة وكـذلك يهـتم التمويل باتخاذ القرارات الخاصة بزيادة الأصول والاستغناء عنها[1].

كما زاد الاهـتمام بـالقرارات الماليـة في الـسنوات الأخـيرة وزاد الاعتقـاد بـأن الإجـراءات الصحيحة الموازنة الرأسمالية تتطلب مقياساً دقيقاً لتكلفة التمويـل ومراقبـة هـذه القـرارات للوصول إلي الهدف الأساسي لإدارة المال وهو زيادة قيمة المشروع[2].

كـما يجـب في اتخـاذ قـرار التمويـل تحقيـق التـوازن بـين مـصادر التمويـل الداخليـة والخارجية واستثمار الأموال المتاحة للمنشأة أو الموجودة تحت تصرفها بكفاءة عالية ولـذلك أهمية كبيرة[3].

كما أن تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية أهميـة خاصـة لأن هـذا التوازن يؤثر على استقلالية المنشأة من ناحية ويؤثر مـن ناحيـة أخـرى عـلى ربحيـة المنـشأة وهنا تكمن أهمية هذا التوازن وعادة تحصل المنشأة على أموالها من المصادر الداخلية التـي تتمثل في استثمار أرباحها المحتجزة واحتياطاتها والخارجي مثل زيادة رأس المـال عـن طريـق إصـدار أسـهم جديـدة بالنـسبة للـشركة المـساهمة أو زيـادة نـصيب الـشركاء في شركـات الأشخاص[4].

---

(1) شوقي حسين عبد الـلـه، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، 1980م)، ص36.

(2) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2008م)، ص24.

(3) محمد إبراهيم عبد الـرحيم، اقتـصاديات الاسـتثمار والتمويـل والتحليـل المـالي، (الإسـكندرية: مؤسـسة شـباب الجامعة، 2008م)، ص21.

(4) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص21.

مما سبق نقصد بالقرار عملية الاختيار بين البدائل المختلفة واختيار البديل الأمثل والأفضل والممكن التنفيذ وهذا الاختيار بناءاً على التصور والمبادأة والإيداع والنطق والبعد عن التحيز وبناءاً على مقدرة البديل على تحقيق الأهداف في أقصر وقت ممكن وأقل تكلفة ممكنة ويوصف بالقرار الرشيد[1].

مقومات التمويل:

وتتمثل مقومات التمويل في الآتي:

- من مقومات الأساسية للتمويل هو ظهور الثورة التكنولوجية وما أفرزته وأنتجته من أجهزة متقدمة أصبحت لا يمكن الاستغناء عنها أو ممارسة النشاط بدونها وإلا كانت نتائجه غير مؤكدة ومشكوك في سلامتها وأدى ذلك إلي توسيع وتنوع الاحتياجات والرغبات.
- ومن المقومات أيضاً الاحتياجات والرغبات الخاصة بالمستهلكين في الأسواق المالية والدولية المختلفة وازدياد قدرة المشروعات المماثلة والمنافسة على إشباع هذه الاحتياجات والرغبات.
- ارتفاع الدخول المستمر في الدخول وسيادة المستهلك وسيادة قوى المنافسة ونظم البيع الالكتروني التي توفر الوقت والجهد والتكلفة.
- ظهور النظام العالمي الجديد بكافة أبعاده وجوانبه الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والإنسانية الذي يعمل على توسيع الأسواق ودمجها جميعاً في سوق عالمي واحد فائق التطور في وسائله وأدواته الإشباعية.
- امتلاك القوة والنفوذ للمشاكل والمحددات والقيود والضوابط التي تحيط بممارسة النشاط وامتدادها من جانب مؤسسات دولية ما يمكنها من فرض احترام وتطبيق[2].
- الإمكانيات والمواد والقدرات المتوفرة والتي يوفرها المشروع وتعداد الخيارات أمامه.

---

(1) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net 21/2/2011 م.

(2) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net 21/2/2011 م.

- توفير الآمال والأهداف والطموحات التي يسعى المشروع إلي الوصول إليها سوءاً لذاته أو للعاملين فيه أو للمتعاملين معه.

وهذه المقومات والعوامل السابقة هي الحاكم والمتحكم في رؤية وفكر وتوازنات متخذ القرار وبالتالي فإن وجودها يمثل ضابطاً ويؤثر على وجود القرار والقرار هو وليد هذا كله بل نتاج تفاعله فإذا كان القرار الإداري أداة فعالة لابد له من كل هذه المقومات[1].

تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار:

يؤثر قرار التمويل على نوعية الاستثمار في الشركات والمؤسسات في التفضيل بين البدائل المختلفة، كما أن التفاوت في مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدمها فبينما لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية المثال فإن التمويل بالأسهم العادية يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي قد يحصل عليها اشتروا تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المقترضة وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقية الداخلة.

فبفرض أن الشركة العربية للكنات تفكر في تنفيذ اقتراح استثماري تبلغ تكلفته المبدئية 10 مليون جنيه، وسوف يتم تمويله بالكامل من أرباح محتجزة ولا يوجد قيمة للثروة أما العمر الافتراضي للاقتراح فيبلغ 10 سنوات، ومن المتوقع أن تتولد تدفقات نقدية سنوية قدرها 2 مليون جنيه، في ظل عائد يطلبه الملاك على الأرباح المحتجزة معدل 14% والآن ستقوم بتطبيق المعادلة التالية لإيجاد صافي القيمة الحالية على فرض أن هيكل رأسمال المنشأة يتكون فقط من حقوق ملكية وأن الاقتراح سوف يتم تمويله من أرباح محتجزة.

ص ق ح المعدل = 20000 × 5.126 – 1000000 + صفر = 432000 جنيه

ولأن صافي القمية الحالية المعدلة رقماً موجباً فينبغي قبول الاقتراح الاستثماري هذا مع ملاحظة أن القيمة 5.216 تمثل القيمة الحالية لدفعة

---

(1) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net21/2/2011 م.

سنوية قدرها جنيهاً واحداً ومئتا عشر سنوات، مخصومة بمعدل قدره 14% ومن الملاحظ أن صافي القيمة الحالية المعدل يساوي تماماً صافي القيمة الحالية الأساسية حيث لم[1]. يتولد عن طريق أي تدفقات داخلية أو خارجية، طالما أن الاقتراح ممول من أرباح محتجزة وتقترض ايضاً أن الاقتراح الاستثماري المشار إليه سوف يتم تمويله بإصدار أسهم عادية جديدة حيث تمثل تكلفة إصدار تلك الأسهم من قيمة متحصلاتها.

هذا يعني أنه لكي تتمكن المنشاة من تمويل الاقتراح الاستثماري فإن عليها ان تصدر أسهماً عادية قيمتها 105293 جنيه، حتى إذا ما خصم منها تكلفة الإصدار التي تمثل 5% من حصيلة الأسهم أي 526315 جنيه، فسوف يتبقى 10 مليون جنيه وهو ما يعادل التكلفة المبدئية للاقتراح الاستثماري وتمثل تكلفة الإصدار التدفقات النقدية الخارجة الإضافية المترتبة علي قرار التمويل الاقتراح بأسم عادية جديدة وحيث أن هذه التكلفة تدفع قبيل تنفيذ الاقتراح الاستثماري فإنها تمثل قيمة حالية بطبيعتها ولا يحتاج الأمر خصماً وعليه فإن:

ص ق ح المعدل = 2000000 × 5.216 – 1000000 – 526315 = 94315 جنيه

ونظراً لأنه صافي القيمة الحالية المعدل المحسوب على أساس تمويل الاقتراح من أرباح محتجزة مع نظيره المحسوب على أساس تمويل الاقتراح بإصدار أسهم عادية جديدة تكشف عن فاعلية تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار فلاقتراح الاستثماري المذكور يمكن قبوله أو أتيحت أرباح محتجزة تكفي لتمويله أما إذا كان التمويل من خلال إصدار أسهم عادية جديدة فسوف يكون مصيره الرفض.

ويمكن افتراض أن الاقتراح الاستثماري يتمثل في إنشاء مصنع في إحدى المدن الجديدة، ولأن الحكومة تشجع الاستثمار في هذه المناطق فقد حصلت المنشاة من الحكومة على قرض قيمته 3 مليون جنيه بمعدل فائدة سنوي 6% في حين أن معدل الفائدة السائد في السوق على مثل هذا القرض يبلغ 10%

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص406.

وفقاً لشروط العقد ينبغي أن يتم السداد على عشرة أقساط سنوية ولما كان معدل الفائدة على القرض 6% فسوف تبلغ قيمة القسط السنوي 407108 جنيه حيث تم حسابه بقيمة الفرض على القيمة الحالية لدفعه سنوية قدرها جنيه وتستمر عشر سنوات مخصومة بمعدل 6%[1].

ويعني ذلك أن حصول المنشأة على قرض بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق يحتمل أن يترتب عليه بعض المكاسب إذ تفوق قيمة العرض القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي سيتدفقها المنشأة لسداد القرض ويمكن الوقوف على حجم المكاسب باستخدام المعادلة:

القيمة الحالية للمكاسب المتولدة من الاقتراض = $\bar{\text{ر}} \; \frac{\text{ق}_{\text{س}}}{(\text{أ}+\text{ق})^{\text{س}}}$

ق س = التدفقات النقدية.

ف = الفائدة[2].

فيجب مما سبق تحديد مصادر التمويل المناسبة وتحديد المصدر الأمثل مقارنة بالتكاليف المترتبة عليه والمكاسب المرجوة منه.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص406.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص404.

الفصل السادس

أدوات التمويل في الإسلام

(المضاربة ـ المشاركات ـ المرابحة)

تقوم المصارف الإسلامية بصياغة الكثير من الخدمات والتسهيلات التي تهدف جميعها إلى تدعيم التنمية في المجتمع ويأتي الاستثمار في مقدمة العمليات، وللاستثمار الإسلامي طرق وأساليب متميزة وعديدة تهدف كلها إلى تحقيق الربح الحلال. ومن أبرز صيغ التمويل:

أولاً: المضاربة:

كلمة المضاربة مأخوذة من الضرب في الأرض أي السير فيها، وتسمى عند أهل المدينة بالقراض من كلمة قرض، وتعرف المضاربة بأنها عقد بين طرفين أو أكثر يقدم أحدهما المال والآخر يشارك بجهده على أن يتم الاتفاق على نصيب كل طرف من الأطراف بالربح بنسبة معلومة من الإيراد. وتعتبر المضاربة هي الوسيلة التي تجمع بين المال والعمل بقصد استثمار الأموال التي لا يستطيع أصحابها استثمارها، كما أنها الوسيلة التي تقوم على الاستفادة من خبرات الذين لا يملكون المال. وبالنسبة للمضاربة المصرفية فهي شراكة بين عميل (مضارب) أو أكثر والمؤسسة المالية [1]. بحيث يوكل الأول الثاني بالعمل والتصرف في ماله بغية تحقيق الربح، على أن يكون توزيع الأرباح حسب الاتفاق المبرم بينهما في عقد المضاربة، وتتحمل المؤسسة المصرفية كافة الخسائر التي قد تنتج عن نشاطاتها ما لم يخالف المضارب نصوص عقد المضاربة[2].

أشكال المضاربة[3]:

هناك شكلين للتمويل في المضاربة لدى المصارف الإسلامية هي:

---

(1) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان،2007، ط2، ص ص41-40.

(2) شلهوب، محمد علي، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص432.

(3) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص ص43ـ50.

المضاربة المشتركة:

توصيف المضاربة المشتركة:

هي أن يعرض المصرف الإسلامي ـ باعتباره مضارباً ـ على أصحاب الأموال استثمار مدخراتهم، كما يعرض المصرف ـ باعتباره وكيل عن أصحاب الأموال ـ على أصحاب المشروعات الاستثمارية استثمار تلك الأموال، على أن توزع الأرباح حسب الاتفاق بين الأطراف الثلاثة، والخسارة على صاحب المال.

مراحل تنفيذ المضاربة المشتركة:

أ- يتقدم أصحاب رؤوس الأموال بمدخراتهم بصورة فردية إلى المصرف الإسلامي، وذلك لاستثمارها لهم في المجالات المناسبة.

ب- يقوم المصرف بدراسة فرص الاستثمار المتاحة والمرشحة للتمويل.

ت- يخلط المصرف أموال أصحاب رؤوس الأموال ويدفع بها إلى المستثمرين كل على حده، وبالتالي تنعقد مجموعة شركات المضاربة الثنائية بين المصرف والمستثمر.

ث- تحسب الأرباح في كل سنة بناءً على ما يسمى بالتنضيض التقديري[1] أو التقويم لموجودات الشركة بعد حسم النفقات.

ج- توزع الأرباح بين الأطراف الثلاثة، صاحب رأس المال، المصرف، المضارب.

الفروق بين المضاربة المشتركة والمضاربة الفردية:

هناك عدة فروق منها:

أ- المضاربة المشتركة لها ثلاثة أطراف، هي صاحب رأس المال، المصرف، المضارب، جميعهم يستحقون الأرباح إن حصلت، في حين المضاربة الفردية لها طرفان صاحب المال والمضارب المستثمر.

ب- المضاربة المشتركة فيها الخلط المتلاحق للأموال المستثمرة في المضاربة، أما الفردية فليس فيها خلط.

---

(1) يقصد بالتنضيض التقديري في اللغة: من نضَّ المال إذا ظهر وحصل، ويقال لما تيسَّر وحصل من الدين ناضاً، ويقال: نضَّ الثمن إذا حصل وتعجل، وفي الإصطلاح الفقهي: هو تحويل المتاع إلى عين (دراهم أو دنانير). نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية.

ت- المضاربة المشتركة تقوم على أساس استمرارية الشراكة، لأن من صفقاتها ما تنتهي بسنة ومنها ما يحتاج إلى أكثر من سنة.

ث- المضاربة المشتركة فيها ضمان لرأس المال، في حين لا يجوز ذلك في المضاربة الفردية.

كيفية اقتسام الربح في المضاربة المشتركة:

عند اقتسام أرباح عمليات المضاربة تأخذ الأموال الخاصة للمصارف حصتها وأموال الودائع – الحساب الجاري – تأخذ حظها من الربح بنفس النسبة التي تأخذ بها أموال الودائع الاستثمارية التي تخلط بإذن أصحابها، وتجري عمليات المضاربة بها بواسطة المصرف مباشرة أو عن طريق دفعها للآخرين، ويمتلك المصرف نصيب استغلال الحسابات الجارية من غير أن يشترك معه أصحاب الودائع الاستثمارية، بإعتبارها أموالاً مضمونة في ذمته، على أن يتحمل المصرف التكاليف الخاصة بالمضاربة.

المضاربة المنفردة:

وهي أن يقدم المصرف الإسلامي التمويل لمشروع معين ويقوم العامل بالأعمال اللازمة، والأرباح حسب الاتفاق، ولقد قللت المصارف الإسلامية من هذا النوع إلى حد انعدامه، وذلك نتيجة ممارسات الأفراد البعيدة عن روح الشرع الحنيف، ويصلح هذا النوع من التمويل للمشروعات الصغيرة. وفي حالة وجود دور للقيم والأخلاق في المعاملات المالية كالصدق والأمانة وغيرها؛ فإنّ هذا النوع من التمويل يكون له دور كبير في بناء الصناعات الصغيرة والحرف وغيرها.

أنواع المضاربة[1]:

المضاربة نوعان:

1-المضاربة المطلقة (تفويض غير محدود): وهي أنّ تدفع المال مضاربة من غير تعيين المكان والزمان وصفة العمل، فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها حرية التصرف كيفما شاء دون الرجوع لرب المال إلا عند نهاية المضاربة.

(1) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، دار البراق، حلب، 2010، ط1، ص281.

2-المضاربة المقيدة (تفويض محدود): وهي التي يشترط فيها رب المال على المضارب بعض الشروط لضمان ماله، حيث يكون فيه تقييدات نوعية وزمانية ومكانية.

شروط المضاربة[1]:

1. يجب أن تكون قيمة المضاربة محددة المبلغ والعملة، وأن تكون أعمال المضاربة مباحة.
2. إذا قدم العميل أصولاً غير النقد (كآلات إنتاجية مثلاً) فيجب تقويمها بالمال في عقد المضاربة.
3. يجوز أن يكون المال المضارب به متاحاً للمضارب حتى لو كان ديناً في ذمة المضارب.
4. تتحمل المؤسسة المالية جميع الخسائر التي قد تنتج عن عمليات المضاربة، ما لم يكن العميل طرفاً مسبباً لهذه الخسارة.
5. يمكن الاتفاق على نسب مختلفة لتوزيع الأرباح بين المؤسسة المالية وعميلها، على أن يتم تحديدها بعقد المضاربة.
6. يجب أن يشير العقد إلى كافة المسؤوليات من تعدي وتقصير لكلا الطرفين، وكذلك الأتعاب التي تلزم على كلا الطرفين للآخر.
7. بعد حلول أجل عقد المضاربة والإنتهاء من التقييم، يتوجب على المؤسسة المالية إيفاء رأس المال للعميل زائداً الربح إن وجد، وفي حال التأخر في ذلك يعتبر غبناً مالم يوافق العميل على هذا التأخير.
8. لا يجوز للمضارب الاستدانة على حساب المضاربة، وهو دائماً الضامن لرأس المال.
9. يجوز للمؤسسة المالية اشتراط الحصول على ضمانات من المضارب لضمان رد حقوقها.
10. في حالة وجود ديون للمضاربة التمويلية، فإنّ مسؤولية تحصيلها تقع على المؤسسة المالية وتخصم تكاليف تحصيلها من أرباح المضاربة إن وجدت بحكم أنها داخلة في تكاليف عمليات المضاربة.

---

(1) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص433،434 .

11. لا يضمن العميل رأس مال المضاربة إلا في حالة التعدي أو التقصير.

12. يمكن حساب أتعاب تحصيل الديون المشكوك بها من الأرباح على أساس أنها جزء من نفقات تكلفة المضاربة، كما يجب تحديد الفترة التي تعتبر بها الديون معدومة.

13. يمكن اقتسام المبالغ الفائضة من مخصص الديون المعدومة إذا لم يتم استهلاكها بالكامل، ويجب أن يشار إلى النسبة المحددة لكلا طرفي العقد.

الضوابط الشرعية لعقد المضاربة:

المضاربة شركة في الربح بالمال من جانب رب المال وعمل من جانب آخر. عرف الحنفية المضاربة بأنها عقد شركة في الربح بمال من جانب وعمل من جانب. عرف المالكية المضاربة بقولهم (هي من الربح). وعرفها النووي من فقهاء الشافعية بقوله القراض والمضاربة أن يدفع إليه مالاً ليتجر به والربح مشترك، والمضاربة سميت بذلك لأن كل واحد منهما ضرب في الربح بسهم أو لما فيه من الضرب في المال والتقليب له، وهو مصطلح أهل العراق وقد استعمل هذا المصطلح فقهاء الحنابلة والحنفية والزيدية أما فقهاء المالكية والشافعية فقد أطلقوا مصطلح القراض وهو مصطلح أهل الحجاز والقراض مشتق من القرض وهو القطع لأن المالك يقطع للعامل قطعة من ماله يتصرف فيها وقطعة من الربح. عرفت المادة 1404 من مجلة الأحكام العدلية المضاربة بالآتي:

"المضاربة نوع شركة على أنّ رأس المال من واحد والعمل من آخر ويقال لصاحب رأس المال رب المال وللعامل مضارب".

والمضاربة يقدم فيها أحد الطرفين المتعاقدين ويسمى صاحب المال (رب المال) قدراً محدداً من رأس المال ويتصرف تصرف الشريك الموصى، بينما يقدم الطرف الآخر ويسمى المضارب (المنظم) التنظيم والإدارة للقيام بأي مشروع أو تجارة أو صناعة أو خدمة بهدف تحقيق الأرباح[1].

---

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 362-363.

المضاربة نوعان:

أولاً: المضاربة المطلقة:

هي التي يحدد فيها مكان العمل ونوع التجارة أو الصناعة أو الخدمة والموردين أو المستهلكين الذين يجوز التعامل معهم غير أن وضع قيد على أي من هذه العناصر يجعل المضاربة مقيدة.

ثانياً: المضاربة المقيدة:

يتعين على المضارب أن يحترم قيود صاحب المال فإذا خالفها المضارب كان مسئولاً وحده عن آثار هذه المخالفة. وفي المضاربة المطلقة يكون للمضارب تفويض مفتوح وله الحق في فعل كل ما تتطلبه المضاربة في إطار الأعمال المعتادة.

ويجوز الاتفاق بموجب إطار عام أو مذكرة تفاهم على إنشاء عقود تمويل بالمضاربة في حدود مبلغ محدد على مدى معلوم على أن ينفذ التفاهم وفق عقود مضاربة خاصة ومتتالية تحدد مذكرة التفاهم الإطار العام للتعاقد من إبراء الرغبة في التعامل بصيغة التمويل بالمضاربة المطلقة أو المقيدة سواء كانت عن طريق عمليات دورية أو معاملات منفصلة وتحدد حسب توزيع الأرباح ونوع الضمانات التي يقدمها المضارب في حالة التعدي أو التقصير أو مخالفة شروط عقد المضاربة وكل ما يلزم في هذا الخصوص.

إذا تمّ إبرام عقد المضاربة بناءً على مذكرة التفاهم أصبحت المذكرة جزءاً من أي عقد لاحق إلا ما استثناه العاقدان منها. فالمضاربة عقد مشروع ويتم التعاون الاستثماري بين رأس المال من جهة والعمل من جهة أخرى بحيث يكون الربح الناتج عنهما مشتركاً ومشاعاً بين طرفيها وقت ما يتفق عليه[1]. ويسمى الطرف الذي يدفع المال رب المال ويسمى الطرف الذي عليه العمل المضارب أو العامل أو المفاوض.

والمضاربة من الصيغ التي تستخدم غالباً في التجارة ثم توسعت استخداماته حتى شملت مجالات الاستثمار التجارية والزراعية والصناعية والخدمية وغيرها.

---

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 363-364.

إن فلسفة البنوك التقليدية تقوم على جواز استئجار النقود والاسترباح منها، وإنّ الشريعة تحرم ذلك باعتباره ربا وقد كانت صيغة التمويل بالمضاربة هي الصيغة الرئيسية التي نشأت عليها المؤسسات في جذب حسابات الاستثمار المطلقة والمقيدة وفي إعادة توظيف هذه الأموال من أوجه ونشاطات مختلفة.

وسوف تعالج هذه المضاربة في مطلبين:

استحقاق الربح في المضاربة:

يستحق الربح في المضاربة لرب المال لأنه نتاج ماله وللمضارب لأنه نتاج عمله، أما الخسارة فيتحملها صاحب المال وحده إن وقعت بفعل أو حادث خارج عن إرادة المضارب وإن كان توزيع الأرباح يخضع لاتفاق الطرفين.

والأصل في الإيداع المصرفي قيامه على الاحتفاظ الدائم بقدر من السيولة النقدية بحيث يستطيع المودع أن يسحب وديعته أو جزءاً منها في الموعد المحدد دون أن يؤثر ذلك في المسار العام للاستثمارات أو يؤدي إلى تصفية عاجلة لها. فإذا انتهت الدورة المحددة للأرباح وجاء وقت تقسيم الأرباح فإنه يمكن أن يتحقق استقرار الربح الموزع بأحد طريقتين:

إحداهما: انتهاء عقد المضاربة القائم بين المصرف وبين العميل ولا يرد هنا مسألة تنفيض المال وإحضاره.

ثانيهما: أن يحتسبا حساباً كالقبض، وعلى هذا ففي نهاية الدورة المحددة يقوم المصرف بإجراء محاسبة دقيقة لكافة عملياته الاستثمارية حتى يعرف ماله وما عليه ثم يقوم بتقسيم الربح الذي يكون مستقراً في هذه الحالة والمقصود بالتنضيف هو تحويل العروض إلى نقود[1].

الفقهاء يعتبرون الربح وقية لرأس المال وعليه فإنه إذا لم يسلم الأصل فلا يقال أن هناك ربحاً قابلاً للقسمة وقد وضع الفقهاء من أجل حماية رأس المال منهجاً حسابياً دقيقاً فلم يعتبروا تحقق أي ربح في المضاربة إلا إذا عاد رأس

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 365-377.

المال كما كان سابقاً ومن نفس صفة النقد المدفوع في بداية العقد، ذلك لأن المضاربة تقتضي رد رأس المال على صفته، وعلى هذا الأساس فإنه يجب في المضاربة المشتركة إجراء تصفية حسابية سنوية وبيان مقدار الربح من أجل الوصول إلى سلامة رأس المال إلى المضاربين، بل يكتفي في ذلك بمجرد تنضيفه، وعلى هذا الأساس فإن إجراء عملية الحساب وتنضيف رأس المال وتقويمه كافية لاستمرار المضاربة المشتركة وهذا ما يقلق الاستثمارات التي يمكن تصفيتها سنوياً[1].

واتفق الفقهاء على أنّ من شروط المضاربة أن يتفق المتعاقدان على كيفية توزيع الربح بينهما وأن ينص على ذلك في العقد لأن المعقود عليه هو الربح، وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد ويجب أن يكون الربح شائع ولا يجوز أن يحدد بمبلغ[2].

فالمضاربة لا تتحقق إلا بالاشتراك في الربح، لأن المضاربة من عقود المشاركات وتقوم المشاركات على العدل بين الشريكين، فإذا أختص أحدهما بالربح دون الآخر لم يكن هذا عدلاً، وذلك بخلاف ما إذا كان لكل منهما جزءً شائعاً يشتركان في المغنم والمغرم طبقاً للقاعدة الأصولية الغرم بالغنم وهذا شرط أساسي في المضاربة وهو الذي يميز المضاربة على القرض.

إذا خلط المضارب مال المضاربة بماله فإنه يصير مشاركاً بماله ومضارباً بمال الآخر ويقسم الربح الحاصل على المالين فيأخذ المضارب ربح ماله ويقسم مال المضاربة بينه وبين رب المال على الوجه الذي شرطاه.

يرى الحنفية والمالكية والشافعية في قول لهم أن ما تلف من مال المضاربة قبل التصرف يجب جبره، ويعتبر الجزء التالف من الربح اللاحق حتى يستوفي رب المال رأس ماله كاملاً، أما القول الراجح عند الشافعية والحنابلة هو لا

(1) د. عبد الستار غدة، بحث الفوارق التطبيقية بين المضاربة الفردية والمضاربة المشتركة، (القاهرة: 1986م) ص 98.

(2) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 377-380.

يجبر النقص من الربح اللاحق وإنما يحسب ما تلف مـن رأس المـال وتنفـسخ المـضاربة فـيما تلف من مالها قبل عمل المضارب ويصير الباقي هو رأس مال المضاربة[1].

التكيف الشرعي للمضاربة:

اختلف الفقهاء في طبيعة عقد المضاربة، هل من عقود المعاوضة كالإجـارة أو هـي مـن عقود الشركات ؟ ذهب جمهور الفقهـاء إلى أنهـا مـن جـنس المعاوضـات كالإيجـار معتـبرين جهالة الأجر فيها باعتبار أن العامل لا يعلم المقدار الذي سينال منها بجعلها وارد غير القياس وإلى هذا ذهب الحنفية والمالكية والشافعية، أما الحنابلـة فقـد ألحقـوا هـذا العقـد بعقـود المشاركات فهي عندهم متمشية مع القياس ويرى المالكية المضاربة وكالـة مـن نـوع خـاص. ويعتبرها الحنفية أمانة من بدايتها لأن المال تحت يد المضارب يأخذ بأمر من صاحبه وتصبح وكالة عندما يبدأ في تنفيذ العملية لأنه يستخدم مال غيره فهو كالوكيل عنه في استعماله ثـم في النهاية شركة لأن الأرباح المتحققة منها يـشترك فيهـا الطرفـان، وهـي في نظـرهم شركـة في الربح أساساً[2].

ويتفق الشافعية على أنها في أولها وكالة لأن المضاربة بتصرف في مال غيره بإذنه ولكنهم يختلفون في نهايتها بين من يرى بأنها جهالة لأن المضارب لا ينال نـصيبه مـن الـربح إلا بعـد التوزيع وبين من ذهب إلى أنها شركة باعتبار أن الطرفين شركاء في الربح.

ويرى الحنابلة أنها أمانة ووكالـة في البدايـة وإذا حققـت أرباحـاً صـارت شركـة وإذا فـسدت انقلبت إجارة. يقول الكاساني وهو من فقهاء المـذهب الحنفـي القيـاس[3]. (أي عقـد المـضاربة) لا يجوز لأنه استئجار بأجر مجهول بل بأجر معدوم والعمـل مجهـول لكننـا تركنـا القيـاس بالكتـاب العزيز والسنة وقد صرح المالكيـة في تعريـف القـرض بأنـه إيجـار عـلى التجـر في مـال يجـزء مـن

---

(1) د. الدسوقي، الشرح الكبير، المجلة العدد الثالث، ص 517.

(2) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 382-383.

(3) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ص 387.

ربحه ومن عبارات الشافعية ما يفهم من ذلك أيضاً فقد جاء في معنى المحتاج هو كـما قيـل رخصة خارج قياس الإيجارات كما خرجت المساقاة محره البيع مال ما يخلـق، والحوالـة مـن بيع المدين بالدين والطريق من المزاينة.

أما الذين ألحقوها بالمشاركة فقد نظروا إلى أن العمل فيهـا لـيس مقـصوداً بذاتـه وإنمـا المقصود هو المال وليس العبرة في عمل العامل بل فيهـا يتحقـق مـن ذلـك العمـل مـن ربـح ومهما عمل العامل من عمل ولم يربح شيئاً فإن أحد منهما لم يخسر شيئاً.

فجمهور الفقهاء متفق أن المضارب نائـب عـن رب المـال ينفـذ تـصرفاته في المـال بيـده باعتباره وكيلاً عنه ولذلك يشترط فيه شروط الوكيل. إذا تعمد المضارب إفساد المـضاربة بـأن فعل ما نهاه عنه رب المال أو فعل ما لا يحـق لـه أن يعمـل، فمـذهب الجمهـور بأنـه يـصير بمثابة الغاصب للمال، ومن ثم يضمن إذا يصير متصرفاً في مال غيره بغير إذنه فلزمه الـضمان كالغاصب.

ويرى البعض أن فساد الـشرط إذا كـان بـسبب جهالـة في الـربح فـسدت المـضاربة لأن الفساد كان في العوض المعقود عليه وهو ركن من أركان المضاربة. يفسد العقد وما عدا ذلك فيفسد الشرط وحده وهذا مذهب الحنفية والحنابلة ويرى البعض أن كل شرط فاسد يفسد العقد وهذا مذهب المالكية ويرى البعض أن الشروط الفاسدة لا يستلزم منهـا فـساد العقـد مطلقاً فيكون العقد صحيحاً ويبطل الشرط وحده وهذا قول مذهب الحنفية[1].

الطرق المطروحة للاحتساب:

نتناول أولاً الطرق المطروحة للحلول من الناحية الأكاديمية مع تمثيل لكل طريقة:

الطريقة الأولى:

إنّ طريقة احتساب الربح على أساس الأعداد (النمر) هي نفس الطريقـة المتبعة في حساب الفوائد لدى البنوك الربويـة، والفـرق بيـنهما هـو أن هـذه

(1) ابن عابدين، تكملية فتح القدير، الجزء الثامن، ص 451.

الطريقة تعتمد على أساس توزيع الربح المحصل فعلاً وفقاً للأعـداد أمـا الطريقـة المتبعـة في البنوك التقليدية فهي تعتمد على أساس معـدل فائـدة ثابـت ومحـدد مـسبقاً يجـري ضربـه بالأعداد.

فمناط الطريقة الأولى هو الربح المتحصل والثانية معدل الفائدة، أو بتعبير آخر لا يمكن معرفة معدل الفائدة في الطريقة الأولى إلا بعد تحقيق الربح.. أما الفائدة في الطريقة الثانية فمعدلها ثابت ومحقق بمجرد تقديم المال.

مثال:

نفترض أن لدينا في حساب الاستثمار أربعة مودعين أ، ب، ج، د، بلغت إيداعاتهم 1000، 2000، 3000، 4000، جنيه على التوالي ... وأن رأس مال البنك يبلغ 5000 جنيه. وبهذا يكون مجموع المال 15000 جنيه معدة لتمويل النشاط الاقتصادي المحلي لهذه الدورة ولنفترض أن البنك لم يستثمر في هذه الدورة إلا مبلغ 10500 جنيه.

والبنك يعطي فائدة على الودائع في شكل حصة من الربح المحقق تحـسب عـلى أسـاس مبلغ الوديعة ومدتها علماً بأن نصيب البنك 25 % من ربح كل وديعة. فإذا افترضنا أن المدة التي قضتها كل وديعة هي بالأشهر 10، 8، 6، 2 على التوالي.. ومدة رأس مال البنك 12 شهر.. إذاً الوضع في نهاية الدورة يكون كالآتي:

جدول وضع المشتركين في حساب الاستثمار في نهاية الدورة

المساهمون	مبلغ المساهمة	مدة المساهمة
البنك (رأس المال)	**5000**	**12**
أ وديعة	**1000**	**10**
ب وديعة	**2000**	**08**
ج وديعة	**3000**	**06**
د وديعة	**4000**	**02**
الإجمالي	**15000**	

لو افترضنا أن البنك ساهم في تمويل أربعة مشاريع خلال الدورة المنقضية.. المشروع الأول بالاشتراك مع المستفيد هـ استلزم استثماراً إجمالياً بمبلغ 1000 جنيه دفعها البنك بالكامل.. المشروع الثاني بمبلغ 3000 بالاشتراك مع (و) بنسبة 50 % المشروع الثالث بمبلغ 3000 بالاشتراك مع (ز) ولكن بنسبة 40 % على عاتق البنك.

المشروع الرابع وقد بلغ المال المستثمر فيه 8000 تم القيام به مع (ح) ومساهمة البنك 85% وإذا افترضنا أن المشروعين الأول والثالث ألحقا بالبنك خسارة قدرها 200 جنيه (20، 180) في حين أن المشروعين الآخرين حققا للبنك ربحاً بمبلغ 2600 جنيه (2400،200) فيكون الرصيد:

(2600 – 200 = 2400 جنيه)

ومن الربح الإجمالي ننزل مجموع مصاريف البنك التي نفترض أنها 900 جنيه فيبقى لدينا 1500 (2400 – 900) هذا الربح الصافي يخص البنك.

ومجموع الزبائن المشتركين في حساب الاستثمار فيجب توزيعه بينهم بالتضامن وعلى أساس حجم ومدة ومساهمة كل منهم.

جدول (2)

توزيع الربح بين البنك والمودعين

المشترك	الاشتراك	المدة	الأعداد (النمرة)	الحصة في الربح: العملية	الحصة في الربح: النتيجة	نصيب البنك	نصيب المال
البنك	**5000**	**12**	**60000**	**1500×60000 / 112.000**	**803**	**803**	
أ	**1.000**	**10**	**1.000**	**1500×60000 / 112.000**	**134**	**34**	**100**
ب	**2.000**	**8**	**16.000**	**1500×60000 / 112.000**	**214**	**54**	**160**
ج	**3.000**	**6**	**18.000**	**1500×18000 / 112000**	**242**	**61**	**181**
د	**4.000**	**2**	**8.000**	**1500×8000 / 112000**	**107**	**27**	**80**
المجموع	**15.000**		**112.000**		**1.500**	**979**	**521**

يتم تحديد الربح أو نسبة التوزيع كالآتي:

1.34 % لشهر × 100 = 500 ×100 = إجمالي الربح (المعد للتوزيع)

112000 إجمالي الأعداد (النمر)

فمثلاً نصيب البنك = 1.34 × 60000 = 804 جنيه

وهكذا يمكننا أن نحسب نصيب المودعين.

* بالنسبة لاحتساب النسبة للعام نحسب كالآتي:

= 0.1607 إجمالي الربح = متوسط الأعداد

* يتم تحديد نصيب كل مشترك عن طريق

أعداد المشترك × إجمالي الربح = إجمالي الأعداد

= 803 جنيه ×6000 1500 عليه يصبح نصيب البنك =

112000

ويمكننا أيضاً أن نحسب نصيب بقية المشتركين.

ملاحظات:

هذه الطريقة بسيطة وواضحة وسهلة، ولكنها لم تتناول الودائع الأخرى (الجارية والادخار) فافترضت فقط وجود رأس المال وودائع الاستثمار.

وتناولت فقط إيرادات الاستثمار ولم تأخذ إيرادات الخدمات المصرفية (عائد العملات الأجنبية).

الطريقة الثانية:

كيف يوزِّع البنك الأرباح؟

وكيف يحدد ربح كل وديعة لكي يقسم ربحها بينه وبين المودع وفقاً للنسب المقررة في عقد المضاربة؟

وقد كان الجواب على هذا السؤال لو أننا افترضنا أنّ البنك يستثمر الودائع الثابتة جميعا في وقت واحد بحيث تظل جميعاً فترة معينة قيد الاستثمار.. فإنّ عامل الزمن عندئذٍ واحد بالنسبة إلى كل الودائع الثابتة المستثمرة خلال العام ويظل عامل الكمية فيحدد نصيب كل وديعة من مجموع الربح بنسبة كميتها إلى مجموع الودائع الثابتة المستثمرة خلال العام.. نجد أن هذا الافتراض الذي يجعل عامل الزمن واحداً في الجميع يختلف عن

الواقع لأنّ البنك لا يجمع الودائع الثابتة كلها ويدفع بها إلى مجال الاستثمار في وقت واحد بل في أوقات مختلفة.. وإذا كلفنا البنك أن يأخذ عامل الزمن الخاص باستثمار كل وديعة بعين الاعتبار كان هذا شاقاً عليه ويتطلب منه جهوداً ونفقات كبيرة.

وأما إذا فرضنا أن كل الزمن مر على الوديعة الثابتة من لحظة الإيداع إلى لحظة السحب أدخلنا في حساب حصتها من الربح كما تفعل البنوك الربوية فإن هذا يبعدنا عن فكرة المضاربة الإسلامية لأن الدخل القائم على أساس المضاربة ينتج عن استثمار المال والاسترباح به وهو بهذا يختلف عن الدخل الربوي القائم على أساس القرض باسم الفائدة. فإذا أدخلنا اليوم الأول لإيداع الوديعة الثابتة في حساب الأرباح بالرغم من أن الوديعة في هذا اليوم لم يطرأ عليها أي استثمار كان معنى هذا أنَّا اقتربنا من طبيعة الدخل القائم على أساس الفائدة وابتعدنا عن طبيعة الدخل القائم على أساس المضاربة الإسلامية لهذا نقترح أن يقيم البنك حساباته على افتراض أن:

1- كل وديعة ثابتة تدخل خزائنه سوف يبدأ استثمارها فعلاً:

أ. بعد شهرين من زمن الإيداع وهذه المدة مرنة تتأثر بظروف العمل التجاري وعلى درجة الإقبال العامة على استثمار رؤوس الأموال.

ب. إذا سحبت قبل مضي شهرين لا تستحق ربحاً.

ج. إذا ظلت أكثر من شهرين لا يحسب لها أرباح إلا من نهاية الشهر الثاني.

2-يشترط البنك على المودعين أن يتنازلوا عما يزيد من حصتهم الواقعية عن الحصة التي تقرر لهم بموجب ذلك الافتراض..

توزيع الأرباح – كنتيجة للافتراضات أعلاه-على الودائع حسب أحجامها ومدة إيداعها مطروحاً منها الفترة التي يقدر بشكل عام أنها تسبق الاستثمار والتي يفترض أنها شهران.

➢ **مثال:**

مجموع أرباح المضاربات 20000 جنيه

الودائع الثابتة 1000000 جنيه

الحل

1-50 % من الربح (10000) تقسم على الودائع بغض النظر عن المدد التي بقيت فيها المبالغ = 10000 = 1

100 1000000

عليه حصة كل وديعة = مقدار الوديعة × النسبة (100/1)

2-50 % من الربح (10000) تقسم على المدد التي بقيت المبالغ ... باستثناء شهرين مثلاً بغض النظر عن حجمها.1000

مجموع المدد (غالباً أسبوع)

عليه حصة كل وديعة = الناتج × مجموع المدة للوديعة

ولا يعني هذا الاقتراب من مفهوم الفائدة وتحويل ربح المودع إلى فائدة ربوية على أساس أخذ عامل الزمن ... وذلك لأنّ ما عرضناه هو مجرد طريقة لتقسيم الأرباح على الودائع وليس هو صيغة الاتفاق بين رأَس المال والمستثمر. فالاتفاق بين رأَس المال الذي يمثله البنك والمستثمر يقوم على أساس المضاربة ويقدر فيها ربح رأس المال على أساس ما يدره المشروع الذي أنشأته المضاربة وهكذا.. فنحن حينما نلاحظ المجموع الكلي للربح والمجموع الكلي للمودعين نجد أن أساس حق هؤلاء المودعين في المجموع الكلي للربح وهو المضاربة، وندرك الفارق بين هذا الحق والحق الربوي في الفائدة وأما حينما نريد أن نعرف حصة كل وديعة وكل مودع بالخصوص من ذلك المجموع الكلي للربح فلا بأس نأخذ بعين الاعتبار عاملي الحجم والزمن معاً عند تقسيم المجموع الكلي لأرباح المضاربات على كل وديعة.

3-بعد أن يتم تقسيم الأرباح على الودائع حسب مبالغها وحسب مددها وعندما نستخرج حصة كل وديعة على هذا الأساس يعطي البنك للمودع حصة من الربح على أساس النسبة التي اتفق عليها معه في عقد المضاربة ويأخذ له باقي النسبة من الربح.

وبتطبيق الطريقة هذه على المثال الوارد في الطريقة الأولى نحصل على الآتي: 50 % - 750

الجدول رقم (3)

المستثمر	الودائع	المدة	حسب مبلغ الوديعة	المدة	حسب مدة الوديعة	حصة الوديعة	حصة المودع	حصة البنك
البنك	5000	12	×750 5000 15000 250 =	10	5000×6.7 628 =	518	-	518
أ	1000	10	×750 1000 15000 050 =	8	1000×6.7 214 =	264	171.6	92.4
ب	2000	8	×750 2000 15000 =	6	2000×6.7 161 =	261	169.65	91.35
ج	3000	6	×750 3000 15000 =	4	3000×6.7 107 =	257	167.05	89.95
د	4000	2	×750 4000 15000 =	0	4000×6.7 لا يستحق	200	130.0	70.00
	15000		750	112	المدة 112 أسبوعاً 750	1500	638.30	861.70

المصدر -إبراهيم فضل المولى البشير-بحث ماجستير اقتصاد-جامعة أم درمان الإسلامية 1994 م.

من الجدول أعلاه يكون نصيب البنك من الأرباح (حقه) كالآتي:

من وديعته (أي مبلغ الـ 5000 جنيه) = 518 جنيه

من ودائع الاستثمار (أي نسبة الـ 35 %) حسب عقد المضاربة

من الوديعة أ = 92.40

من الوديعة ب = 91.35

من الوديعة ج = 89.95

من الوديعة د = 70.00 0

= 343.70 جنيه   = 343.70

= 861.70

= 57.45 % × 100   861.70 النسبة = 1500

نصيب ودائع الاستثمار (أ، ب، ج، د) من الأرباح = 638.30 جنيه

= 42.55 % 638.30 × 100 النسبة = 1500

يتضح لنا أنّ هذه الطريقة غامضة وغير علمية لأنها افترضت أنّ الحسابات كلها ثابتة.. فإذا أدخلنا الحسابات المتحركة يصعب الحصول على نتيجة أو أرباح لأنّ الطريقة اعتمدت في التقسيم على الحجم والمدة والمعلوم وأن الودائع المتحركة متحركة وغير ثابتة بطبعها فيصعب حصر مدتها.. وحتى تكون الطريقة عملية أكثر يجب عليها أنّ تكون مرنة وتضع قوانين ومعادلات ثابتة لطريقة التقسيم على جميع الودائع خاصة وأنّ مسألة خلط مال المضاربة بغيره لا تفوت على الشيخ الباقر الصدر..

فسخ المضاربة:

وتفسخ المضاربة بما يأتي:

1-أن تفقد شرطاً من شروط الصحة، فإذا فقدت شرطاً من شروط الصحة وكان العامل قد قبض المال وأتجر فيه يكون له في هذه الحالة أجر مثله لأن تصرفه كان بإذن من رب المال وقام بعمل يستحق عليه الأُجرة. وما كان من ربح فهو للمالك وما كان من خسارة فهي عليه، لأن العامل لا يكون إلا أجيراً، والأجير لا يضمن إلا بالتعدي.

2-أن يتعدى العامل أو يقصر في حفظ المال أو يفعل شيئاً يتنافى مع مقصود العقد، فإن المضاربة في هذه الحالة تبطل ويضمن المال إذا تلف لأنه هو المتسبب في التلف.

3-أن يموت العامل أو ربَّ المال.

فإذا مات أحدهما فسخت المضاربة.

تصرف العامل بعد موت رب المال:

إذا مات ربَّ المال فسخت المضاربة بموته، ومتى فسخت المضاربة فإن العامل لا حق لـه في التصرف في المال، فإذا تصرف بعد علمه بالموت وبغير إذن الورثة فهو غاصب، وعليه ضمان. ثم إذا ربح المال فالربح بينهما، قال ابن تيمية: (وبه حكم أمير المؤمنين عمر بن الخطاب فيما أخذ ابناه من بيت المال، فأتجرأ فيه بغير استحقاق فجعله مضاربة) انتهى.

4-وإذا فسخت المضاربة ورأس المال عروض، فلرب المال والعامل أن يبيعاه أو يقتسماه لأنّ ذلك حقٌّ لهما، فإن رضي العامل بالبيع وأبى رب المال أجبر رب المال على البيع لأنّ للعامل حقاً في الربح ولا يحصل عليه إلا بالبيع وهذا مذهب الشافعية والحنابلة.

اشتراط حضور رب المال عند القسمة:

قال ابن رشد:(أجمع علماء الأمصار على أنه لا يجوز للعامل أن يأخذ نصيبه من الربح إلا بحضرة رب المال، وأن حضور رب المال شرط في قسمة المال وأخذ العامل حصته، وأنه ليس يكفي في ذلك أن يقسمه في حضور بينه وغيره). انتهى.

مثال للمضاربة: ودائع الاستثمار:

يعلن بنك "السعادة "عن ودائع استثمارية لمحفظة الصادر 80 %مما يرزق اللـه به من ربح لأصحاب الودائع.

تقدم كل من مهند، معتز، معز، ومعاذ بالمبالغ الآتية لاستثمارها في تواريخها:

المبلغ بالدينار	تاريخ
10000-1	2002/3/1
20000-2	2003/6/1
30000-3	2002/9/1
40000-4	2002/11/1

على التوالي وأضاف إليها البنك رأس ماله البالغ قدره 50000 دينار. قام البنك باستثمار هذه الأموال في عدة مشاريع نتائجها كانت كما يلي:

مشروع مشاركة الأسر المنتجة	حقق ربح	25000
مشروع مرابحة المعاصر	حقق ربح	10000
سلم لتمويل القمح	حقق خسارة	20000
مشاركة تجفيف الألبان	حقق ربح	15000

الجدير بالذكر أن مصروفات المضاربة بلغت 10000 دينار.

المطلوب:

1-مستخدماً الطريقة الأولى (طريقة د. رفيق المصري) والطريقة الثانية) طريقة السيد محمد باقر الصدر) وزع الربح بين البنك والمودعين.

2-عرِّف وبيِّن حقيقة العقد الذي يحكم ودائع الاستثمار ؟

الحل:

أولاً: باستخدام طريقة د. رفيق المصري (الطريقة الأولى)

للحل نتبع الخطوات الآتية:

أ-نحدد من هم المشتركون ومبالغهم ومدة كل وديعة ونحدد المدة بتحديد شهور استثمار الوديعة وذلك من بداية إيداع الوديعة وحتى نهاية العام المالي المعين).

ب-نحدد ثمرة الوديعة =المبلغ × المدة ونجمعها لتحصل على إجمالي النمر.

ج-نحدد صافي الربح بالقانون الآتي:

صافي الربح =مجموع أرباح المشاريع التي لها أرباح - مجموع خسارة المشاريع التي لها خسائر- مصروفات المضاربة.

د-نوزع صافي الربح على الودائع بالقانون الآتي:

صافي الربح × ثمرة كل وديعة = ربح الوديعة

إجمالي ثمر الودائع

هـ-توزع ربح الوديعة المتحصل عليه بين البنك والمودع حسب النسبة المتفق عليها للتوزيع مثلاً 20% للبنك و80 % للمودعين ربح وديعة البنك يظل كامل للبنك.

الحل:

المشتركين	مبالغهم	مدة الوديعة	النمرة	توزيع الربح	البنك 20%	المودعين80%
مهند	**10000**	**10**	**10000**	**1923.07**	**384.61**	**1538.46**
معتز	**20000**	**7**	**14000**		**538.46**	**2153.85**
معز	**30000**	**4**	**120000**	**2692.31**	**461.54**	**1846.15**
معاذ	**40000**	**2**	**80000**	**2307.69**	**307.69**	**1230.77**
البنك	**50000**	**12**	**60000**	**11538.47**	**11538.47**	
		إجمالي النمر	**1040000**	**20000**	**13230.77**	**6769.23**

صافي الربح (10.000+20.000) – 25000+10000+15000 = 20.000

= 50.000-30.000.

نوزع الربح بالقانون الآتي: صافي الربح × نمرة كل وديعة

إجمالي النمر

1923.07 = <u>20.000</u> ×100.000

1040.000

2692.31 = <u>20.000×</u> 140.000

1040.000

307.69 = <u>20.000</u> × 120.000

1040.000

1538.46 = <u>20.000</u> × 80.000

1040.000

11538.47 = <u>20.000</u> × 600.000

1040.000

ثانياً: باستخدام الطريقة الثانية (محمد باقر الصدر) للحل بهذه الطريقة نتبع الخطوات الآتية:

أ-نحدد من هم المشتركين ومبالغهم ومدة كل وديعة (والمدة المعينة بعد طرح فترة الشهرين المفترضة بواسطة الطريقة).

ب-تجمع المبالغ مع بعضها لنتحصل على إجمالي المبالغ وتجمع المدة للودائع مع بعضها لنتحصل على إجمالي المدة.

ج-نحدد صافي الربح بالقانون الآتي:

صافي الربح = مجموع أرباح المشاريع التي لها أرباح

-خسارة المشاريع التي لها خسارة

-مصروفات المضاربة.

د-(نقسم الربح إلى نصفين):

(i) 50% الأولى من صافي الربح توزع على الودائع حسب المبالغ بالقانون الآتي:

50%صافي الربح × مبلغ كل وديعة =ربح الوديعة حسب المبلغ

إجمالي المبالغ

(ii) الثابتة من صافي الربح توزع على الودائع حسب مدتها بالقانون الآتي:

50%صافي الربح × مدة كل وديعة = ربح الوديعة حسب المدة

إجمالي المدة

هـ-(لنتحصل على ربح الوديعة الكلي نجمع الربحين):

ربح الوديعة الكلي = ربحها حسب المبلغ + ربحها حسب المدة

و-نوزع ربح الوديعة المتحصل عليه بين البنك (المضارب والمودع ربَّ المال) حسب النسبة المتفق عليها للتوزيع مثلاً 20% للبنك و80% المودع)

وبجمع أرباح البنك مع بعضها وأرباح المودعين مع بعضها نجدها تساوي صافي الربح الموزع.

المشتركين	مبالغهم	مدة الوديعة	توزيع الربح حسب المبلغ	توزيع الربح حسب المدة	ربح الوديعة	البنك 20%
مهند	**10000**	**8**	**666.7**	**3200**	**3866.7**	**773.34**
معتز	**20000**	**5**	**1333.3**	**2000**	**3333.3**	**2666.64**
معز	**30000**	**2**	**2000.0**	**800**	**2800.0**	**2249.0**
معاذ	**40000**	**-**	**2666.7**	**لا تستحق**	**2666.7**	**2133.36**
البنك	**50000**	**10**	**3333.3**	**4000**	**7333.3**	
الاجمالي	**150000**	**25**	**10.000**	**10000**	**20000**	**10133.36**

صافي الربح = 20.000

50% منه = 10.000

توزيع الربح حسب المبلغ = 50%صافي الربح × مبلغ الوديعة

إجمالي المبلغ

$$666.7 = \frac{10.000 \times 10.000}{150.000}$$

$$1333.3 = \frac{20.000 \times 10.000}{150.000}$$

$$20.000 = \frac{30.000 \times 10.000}{150.000}$$

$$2666.7 = \frac{40.000 \times 10.000}{150.000}$$

$$3333.3 = \frac{50.000 \times 10.000}{150.000}$$

10000.0

توزيع الربح حسب المدة = 50 %صافي الربح × مدة كل وديعة

إجمالي المدة

$$32000 = \frac{8 \times 10.000}{25}$$

$$2000 = \frac{5 \times 10.000}{25}$$

$$800 = \frac{2 \times 10.000}{25}$$

$$\frac{10.000 \times \text{صفر}}{25} =$$ لا تستحق شيء حسب المدة

$$40.00 = \frac{10 \times 10.000}{25}$$

10.000

مثال (2):

جاء في إعلانات البنك الإسلامي أن 80% مما يرزق الله به من ربح لأصحاب الودائع الاستثمارية.

تقدم كل من الآتية أسماؤهم بالمبالغ الموضحة وفي التواريخ التي أمامهم:

	المبلغ	التاريخ
سعيد	190000	2002/1/1
شريف	120000	2002/2/1
سمير	240000	2002/5/5
سعد	200000	2002/6/1
البنك	250000	2002/1/1

فاستثمر البنك المبالغ في عدة مشاريع نتائجها كانت كما يلي:

المشروع الأول مرابحة عربات	**حقق ربح**	**280000**
المشروع الثاني سلم قمح	**حقق خسارة**	**102000**
المشروع الثالث مشاركة تصدير فول	**حقق ربح**	**160000**
المشروع الرابع اسر منتجة	**حقق خسارة**	**138000**
بلغت مصروفات المضاربة	-	**100000**

المطلوب:

أ) مستخدماً الطريقة الثانية لتوزيع أرباح ودائع الاستثمار بين البنك والمودع (طريقة محمد باقر الصدر) وزع الربح بين البنك والمودعين ؟

ب) عرّف العقد الذي يحكم ودائع الاستثمار ثم بيّن ماهي حقيقته ؟

ج) متى ينتهي العقد أعلاه ؟

الحل: الطريقة الثانية: هي طريقة محمد باقر الصدر.

خطواتها

1-نحدد المشتركين ومبالغهم ويجمع المبالغ نتحصل على إجمالي المبالغ.

2-نحدد المدة ونطرح منها شهرين وتجمع المدة لنتحصل على إجمالي المدة.

3-نتحصل على صافي الربح بالقانون الآتي:

صافي الربح = مجموع الأرباح - الخسائر - المصروفات

4-توزع 50% من صافي الربح على الودائع حسب مبالغها بالقانون الآتي:

50 صافي الربح × مبلغ الوديعة = ربح الوديعة حسب المبلغ

إجمالي المبلغ

5-نوزع 50%من صافي الربح على الودائع حسب مدتها بالقانون الآتي:

50% صافي الربح ×مدة الوديعة = ربح الوديعة حسب المدة

إجمالي المدة

6-للوديعة ربحين الأول: حسب المبلغ والثاني: حسب المدة وبجمعها نتحصل على ربح الوديعة.

7-ربح الوديعة يوزع بين البنك 20% نظير الإدارة و80 % للمودعين نظير رأس المال.

المشتركين	المبلغ – ألف دينار	المدة	توزيع الربح حسب المبلغ	توزيع الربح حسب المدة	ربح الوديعة	صيب البنك %20	نصيب المودعين %80
سعيد	190	10	9.5=190×50 1000	12.50=10×50 40	22.00	4.40	17.60
شريف	120	9	6.0=120×50 1000	11.25=9×50 40	17.25	3.45	13.80
سمير	240	6	12.0=24×50 1000	7.50=6×50 40	19.50	3.90	15.60
سعد	200	5	10.0=200×50 1000	6.25=5×50 40	16.25	3.25	13.00
البنك	250	10	12.50=10×50 1000	12.50=10×50 40	25.00	25.00	-
الاجمالي	1000	10	50	50	100	40.00	60.00

صافي الربح =   ألف دينار

المشروع الأول =   280

المشروع الثالث = 160 = 440

مجموع الخسائر =

الثاني =   102

الرابع =   138 (240)

المصروفات   (100)

صافي الربح =   100 و الـ 50% = 50000

ثانياً: المشاركات:

المشاركة هي صورة قريبة من المضاربة والفرق الأساسي بينهما أنه في حالة المضاربة يتم تقديم رأس مال من قبل صاحب المال وحده. أما في حالة المشاركة فإن رأس المال يقدم بين الطرفين ويحدد عقد المشاركة الشروط الخاصة بين الأطراف المختلفة.

تعرف المشاركة [1]:

يقصد بها شركة الأموال، وهي أي عقد ينشأ بين شخصين أو أكثر في رأس المال أو الجهد الإداري بغرض ممارسة أعمال تجارية تدر الربح. والمشاركة المصرفية عبارة عن صيغة استثمارية وتمويلية متوافقة مع الشريعة، ويمكن أن تشترك فيها عدة أطراف مع المصرف، وتهدف المشاركة مع المصرف من قبل الأفراد إلى تحقيق أرباح من وراء المشاركة بالمال، بينما يبحث المصرف في المشاركة عن تمويل، والعكس صحيح في حال دخول المصرف في مشاركة بأعمال التجارة مع أحد عملائه من التجار.

أنواع المشاركات[2]:

تتعد أنواع المشاركات وفقاً للمنظور إلى:

1-المشاركة الثابتة (طويل الأجل):

هي نوع من المشاركة تعتمد على مساهمة المصرف في تمويل جزء من رأس مال مشروع معين، مما يترتب عليه أن يكون شريكاً في ملكية هذا

---

(1) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص435.

(2) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص276.

المشروع وشريكاً كذلك في كل ما ينتج عنه ربح أو خسارة بالنسب المتفق عليها والقواعد الحاكمة لشروط المشاركة. وفي هذا الشكل تبقى لكل طرف من الأطراف حصص ثابتة في المشروع، الذي يأخذ شكلاً قانونياً كشركة تضامن أو شركة توصية.

2-المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك:

المشاركة المتناقصة أو المشاركة المنتهية بالتمليك هي نوع من المشاركة يكون من حق الشريك فيها أن يحل محل المصرف في ملكية المشروع إما دفعة واحدة أو على دفعات حسبما تقتضي الشروط المتفق عليها وطبيعة العملية، ومن صور المشاركة المناقصة المنتهية بالتمليك:

أ- الصورة الأولى: أن يتفق المصرف مع الشريك على ان يكون إحلال هذا الشريك محل المصرف بعقد مستقل يتم بعد إتمام التعاقد الخاص بعملية المشاركة، بحيث يكون للشريكين حرية كاملة في التصرف ببيع حصته لشريكه أو غيره.

ب- الصورة الثانية: أن يتفق المصرف مع الشريك على المشاركة في التمويل الكلي أو الجزئي لمشروع ذي دخل متوقع، وذلك على أساس اتفاق المصرف مع الشريك الآخر لحصول المصرف على حصة نسبية من صافي الدخل المحقق فعلاً مع حقه بالاحتفاظ بالجزء المتبقي من الإيراد أو أي قدر يُتفق عليه ليكون ذلك الجزء مخصصاً لتسديد أصل ما قدمه المصرف من تمويل. عندما يسدد الشريك ذلك التمويل تؤول الملكية له وحده.

ت- الصورة الثالثة: يحدد نصيب كل شريك حصص أو أسهم يكون لها قيمة معينة ويمثل مجموعها إجمالي قيمة المشروع أو العملية، وللشريك إذا شاء أن يقتني من هذه الأسهم المملوكة للمصرف عدداً معيناً بحيث تتناقص أسهم المصرف بمقدار ما وتتزيد أسهم الشريك إلى أن يمتلك كامل الأسهم فتصبح ملكية كاملة.

3-المشاركة المتغيرة:

هي البديل عن التمويل بالحساب الجاري المدين، حيث يُمول العميل بدفعات نقدية حسب احتياجه ثم تؤخذ حصة من الأرباح النقدية أثناء العام.

بعض أنواع الشركات في الفقه الإسلامي[1]:

1- شركة الإباحة:

وهي عبارة عن اشتراك العامة في حق تملك الأشياء المباحة التي ليست في الأصل ملكاً لأحد الحق في أخذها أو إحرازها كالماء والمعادن. والمقصود بالعامة جميع الناس وأما حق التملك فهو حق القدرة على التصرف. وهذه الشركة تضم الأشياء العامة التي يشترك فيها جميع الناس، وأباح لهم الشارع استعمالها أو استهلاكها، وهي:

- الماء : يشمل ماء البحر وماء الأودية العظيمة وماء الأودية الخاصة وماء العيون والآبار.

- الكلأ: وهو الحشيش أو العشب الذي ينبت في أرض غير مملوكة.

- النار: ويراد بها الحطب (الوقود).

2- شركة الأملاك:

وهي اشتراك شخصين أو أكثر في ملك عين معينة ذات قيمة مالية فلا يجوز لأحدهما أن يتصرف بنصيب الآخر إلا بإذنه وكل واحد منهما في نصيب صاحبه كالأجنبي وتقسم إلى:

-شركة الإرث: هي اجتماع الورثة في ملك عين عن طريق الميراث.

-شركة الغنيمة: هي اجتماع الجيش في ملك الغنيمة

-شركة المبتاعين: هي أن يجتمع أثنان أو أكثر في ملك الغنيمة.

3- شركة العقد:

هي عبارة عن عقد بين طرفين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال والأرباح الناتجة عن استثماره وتقسم الشركة إلى:

- شركة العنان: وهي أحد أنواع شركات العقود التي تم الاتفاق فيها بين الأطراف المتشاركة على عدم تصرف أي شريك إلا بإذن صاحبه. وتعتبر من أنسب الصيغ الاستثمارية في المصارف الإسلامية مثل المشاركة الدائمة والمشاركة المنتهية بالتمليك.

---

(1) الهيتي، قيصر عبد الكريم، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على البورصات، دار أرسلان، دمشق، 2006، ط1، ص ص98-109.

-شركة المفاوضة: وهي عبارة عن اتفاق بين اثنين أو أكثر على المشاركة بمال يصح الاشتراك عليه، على أن يتساويا في رأس المال والربح والتصرف والدين.

-شركة الأبدان: هي أن يشترك صانعان اتفقا في الصنعة أو اختلفا على أن يتقبلا الأعمال ويكون الكسب بينهما. وتسمى شركة التقبل أيضاً لأنّ كل واحد من الشركاء ينوب عن صاحبه في تقبل الأعمال التي ستسند إليهم.

-شركة الوجوه: إطلاق اسم الوجوه على هذه الشركة مأخوذ من الجاه أو الوجه، لأنّ القائمين بها يتاجرون من وجاهة عند الآخرين، معتمدين على ثقتهم بهم دون أن يكون لهم رصيد من مال.

شروط المشاركة [1]:

1. يجب أن يتم تحديد حصة كل مشارك في رأس مال المشاركة، ويمكن أن تكون المشاركات متفاوتة.
2. يجب أن يكون رأس المال متوفراً في مكان أو حساب محدد عند توقيع عقد المشاركة.
3. يمكن أن يقوم الشركاء بتوكيل أحدهم أو مجموعة منهم أو غيرهم للقيام بأمور إدارة رأس المال.
4. يجب تقييم جميع أشكال المشاركات غير التقليدية (كالأرض مثلاً) بقيمة عملة واحدة وتحدد بناءً عليها نسبة المساهمة في رأس مال المشاركة.
5. بمجرد انعقاد الشركة تنشأ عليها ذمة مستقلة للمشاركة.
6. يجوز أن يتم المشاركة بين جهات شخصية أو اعتبارية على حد سواء.
7. يمكن أن يتم توزيع الأرباح حسب اتفاق المشاركين، بينما يجب أن يتم توزيع الخسارة بين المشاركين بالتساوي بناءً على نسبة مشاركتهم برأس المال.
8. يمكن أن يدخل الشركاء بديون لهم في ذمة شركاء آخرين شريطة أن يتم دفع كامل الدين لحظة توقيع عقد المشاركة.

(1) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص436-437.

9. في حالات التعدي والمخالفة لشروط عقد المشاركة من قبل أحد أطراف المشاركة، فإنه يجوز اشتراط ضمان رأس المال، ولا يجوز الاشتراط في غير هذه الحالة أبداً.
10. لا يجوز تحديد ربح معين من دخل المشاركة عن فترة محددة أو كمبلغ محدد.
11. يمكن أن ينص عقد المشاركة على السماح للمصرف في أن يبيع حصته بسعر معين بتاريخ محدد، إلا أنه لايلزم الشركاء بالشراء.
12. يمكن أن ينص عقد المشاركة على تحديد حصة أحد الشركاء بحد معين ليتم السحب منها عند الحاجة.
13. يمكن أن يعقد عميل أو عدة عملاء اتفاقاً مع المصرف المشارك بشراء حصته في المشاركة خلال فترة زمنية محددة، على أن يذكر ذلك في عقد المشاركة ويكون العملاء غير ملزمين بذلك.

الضوابط الشرعية لعقد المشاركة:

تقوم المصارف الإسلامية بعمليات متنوعة تساعد على تدعيم تنمية المجتمع ومن أبرز هذه العمليات عملية استثمار الأموال المودعة لديها مع الالتزام بأسس استثمار رأس المال الإسلامي وهي تحريم الربا وتحريم الاحتكار.

والمشاركة هي أنّ يشترك اثنان أو أكثر بأموال مشتركة بينهم في أعمال زراعية أو تجارية أو صناعية أو خدمية ويكون توزيع الأرباح بينهم حسب نسبة معلومة من الربح ولا يشترط المساواة في المسؤليات أو في نسبة الربح، أما الخسارة فهي بنسب حصص رأس المال وقد تكون المشاركة بين المصرف وعملائه في عملية واحدة وتنتهي بانتهاء تنفيذها وتسمى المشاركة في صفقة معينة، أو قد تكون مشاركة ثابتة تنتهي بانتهاء المشروع وتسمى المشاركة الدائمة وتوزيع نسب الربح فيها وفقاً لنسب رأس المال فيجب تخصيص نسبة من الربح عن جهد العمل ثم يوزع الباقي حسب نسب رأس المال بينهما.

فالمشاركة التمويلية تكون بأن يقدم الممول مبلغ التمويل إلى الشخص في مؤسسته أو شركته لمدة معينة متفق عليها ويقتسمان في آخرها نتائج المشروع

وتستعمل المشاركة التمويلية في تمويل رأس المال الثابت وتمويل رأس المال العامل بحسب مدتها والهدف التمويلي المقصود منها ويحصل فيها دائماً تقييم للمؤسسة بتاريخ بدء المشاركة التمويلية وتعتبر قيمة ذلك التقييم هي حصة الممول أو المستفيد من التمويل ويقابل ذلك مبلغ التمويل الذي يقدمه المصرف الإسلامي[1].

والتمويل بالمشاركة في رأس المال يكون أما لمدة غير محددة كما هو الحال في أسهم شركات المساهمة أو شركات التوصية أو يكون لمدة محددة قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل كما هو الحال في القرض والسلف والسندات الحكومية، ومن الصعب في الاقتصاد الإسلامي العثور على تمويل متوسط أو طويل الأجل دون المشاركة في الملكية والادارة ولا يمكن لاي شخص أن يكسب دخلاً من مدخراته دون أن يتحمل نصيبه من مخاطر العمل بهذا فأن ملكية المشروع ومخاطرها يصبح توزيعها في الاقتصاد الإسلامي أوسع مدى من توزيعها في النظام الرأسمالي[2].

والشركة هي أشكال تنظيم المشروعات حيث يسهم شخصان أو أكثر في تمويل العمل وإدارته بنسب متساوية أو مختلفة ويتم تقييم الأرباح بنسب عادلة متساوي متفق عليها بين الشركاء، أما الخسارة فيتم تحملها بنسب رأس المال أما الشركات المساهمة للمؤسسات المالية فتعد أنسب أشكال الاستثمار المتاحة المدخرين الذين ليس لهم مشاريع خاصة يستثمرون فيها مدخراتهم ولا لديهم القدرة على تقويم المشاريع القائمة ولا على أن يصبحوا شركاء موصين فأسهم الشركاء أكثر جاذبية لهم نظراً للسهولة النسبية التي يمكنهم بها شراء هذه الأسهم حينما يرغبون في الاستثمار أو بيعها وقت يحتاجون الى السيولة على أنه من الضروري إصلاح شركات المساهمة وفقاً لتعاليم الإسلام من أجل حماية مصالح المساهمين والمستهلكين.

---

(1) د. محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، مرجع سابق، ص 94.

(2) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 343-345..

إنّ التمويل بالمشاركة خلاف التمويل بالقروض يساعد على استبعاد إمكانية قيام هيكل تمويل ضخم قائم على قاعدة مشاركة ضيقة في شكل الهرم الذي يدعمه التمويل الربوي[1].

المعالم المحددة لطبيعة المشاركة في المصارف الإسلامية تتمثل في الآتي:

- أن المال والعمل شراكة بين الطرفين (المصرف والعميل).
- أن نصيب كل من الطرفين جزء شائع من الربح وليس نسبة إلى رأس المال ويقصد بالربح الربح الفعلي المتحقق بعد نهاية العملية (المشاركة) أو على فترات خلال حياة الشركة.
- يتم الإتفاق مقدماً بين الطرفين على نسبة تقسيم الربح الصافي منها للجهالة والضرر ويتم احتساب نسبة من صافي الربح مقابل الإدارة والأعمال المرتبطة بالبيوع والتسويق والتوزيع، وبعد ذلك يتم توزيع الربح الباقي من صافي الربح بنسبة حصة كل شريك من مال المشاركة وقد أجاز الفقهاء التفاضل في الربح ولكن في حالة الخسارة تكون حسب نسبة المساهمة في رأس المال فقط.

التمويل بالمشاركة:

لقد كان التمويل بالقروض وما زال يمثل مصدراً هاماً من مصادر التمويل وذلك لرغبة كثير من الشركاء في المتاجرة على ملكيتها في الأموال الاقتصادية المزدهرة، حيث أنّ المتاجرة على الملكية تعظم العائد للملاك ولا سيما في فترات الازدهار وترى البنوك التجارية وبنوك الاستثمار إنّ إعطاء تسهيلات ائتمانية وقروض لعملائها يحقق لها عائد مسحوباً مخاطرته يكفي لدفع الفوائد على الودائع وتحقيق عائد مجزي لأصحاب تلك البنوك.

ومن المعروف أنّ معظم البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال تقوم بتمويل الشركات من خلال قواعد مصرفية مستثمرة تحقق ما يطلق عليه بالقرض السليم[2].

(1) محمد عمر شابرا، مرجع سبق ذكره، ص 101.

(2) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 346-347.

وتتلخص هذه القواعد في التأكد من شخصية المقترض ومن قدرتـه عـلى تحقيـق مكاسـب تكفي لسد الفائدة وسداد الأقساط، وكذلك من ملائمة رأسماله في القـرض، ومـن المعـروف أن البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال تعلق أهمية كبيرة على الـضمان العيني ليكون المرجع الأخير في حالة تعثر المقـترض. فـإنّ كثـيراً مـن الـشركات التـي ترغـب في الحصول على أموال في مراحل التوسع الأولى لا تجد مصادر تمويلية مناسبة وذلـك لان البنـوك التجارية غالباً ما تتهرب من التمويل (رأس المـال باعتبـاره المـال الـلازم للابتكـار والتجـارب في المراحل الأولى) فالبنوك التجارية ترحب بالتمويل عنـدما تكـون المكاسـب واضـحة والمخـاطر معقولة.

وتجد معظم الشركات صعوبة في الحصول على احتياجاتها التمويلية من البنـوك التجاريـة في مرحلة البحوث الأساسية وفي بداية المرحلة التجارية وفي مرحلة التقـادم ولكنهـا لا تجـد في منتصف المرحلة التجارية أو مرحلة التوسـع ويظهـر الترحيـب بالتمويـل للبنـوك التجاريـة في تحقيق شروط التمويل وكذلك في تقليل أو إلغاء الضمانات.

ولذلك فإن كثيراً من الشركات تسعى للحصول على تمويل بالمـشاركة لـسد تلـك الفجـوات التمويلية وهي غالباً ما تحاول الالتجاء إلى البنوك المتخصصة وبنوك الاسـتثمار والأعـمال عـلى اعتبارات طبيعية في تلك البنود تجعل من الممكن إعطاء تمويل لفترة طويلة.

ويوفر التمويل بالمشاركة الأمـوال اللازمـة دون مخـاطرة ماليـة متمثلـة في الالتـزام بـدفع فوائد بغض النظر عن نتيجة الأعمال والالتزام بدفع أقساط بغـض النظـر عـن الـسيولة التـي عليها.

إنّ التمويل بالمشاركة أكثر ضماناً لنجاح المشروعات الصغيرة عن الاقـتراض فمـن المعـروف أن معدلات الفشل للمشروعات الصغيرة والكبيرة يكون من قصور الدراسات الاقتصادية ومـن قصور في الإدارة ونقص في التخطيط وسوء في القيادة إلى الظروف البيئية وظروف الأسواق.

والتمويل بالمشاركة ملائم للمشروعات التي تتصف بمخاطر خاصة بصناعتها كما أنه ملائم للمشروعات في الأحوال الاقتصادية العادية والبيئية، وبالرغم من هذه المزايا الخاصة بالتمويل بالمشاركة من منظور الشركات طالبة التمويل إلا أن البنوك التي تمول بأسلوب المشاركة تتعرض للكثير من المخاطر ومن أهمها تلك الناتجة عن من الشكل القانوني للشركة ولعل من مخاطر التمويل بالمشاركة الموقف التمويلي قبل المشاركة وحجم المشاركة وطول مدة المشاركة إمكانية بيع حصة البنك الممول ولكن أكبر مصدر للمخاطر ينتج من أخلاقيات رئيس الشراكة طالبة التمويل بالمشاركة. فالتمويل بالمشاركة يحتاج إلى شريك فاضل وعلى قدر كبير من الأخلاق وطموح يريد المكاسب ويذهب إلى البنك عندما يريد تحسين أوضاعه وهنا تكون نسبة الأرباح التي يأخذها البنك عالية بحيث تعوض نسبة تلك المخاطر[1].

ضوابط المشاركة:

يشترط من التمويل بالمشاركة أن يكون كل شريك أهلاً للتوكل والتوكل يعني أن يكون الشريك متمتعاً بالأهلية الكاملة التي تجعله أهلاً للتصرف بالوكالة وبالأصالة في آنٍ واحد ويشترط في رأس المال المقدم أن يكون من النقود المتداولة والتي تتمتع بالقبول العام والمعترف به في تقسيم الأشياء كما أجاز بعض الحنابلة أن يكون رأس مال المشاركة من العروض على أن يتم تقويمها عند التعاقد.

وأن يكون رأس المال معلوم القدر والجنس لعدم حدوث عذر والذي يفضي إلى نزاع عند التصفية وتوزيع الناتج وألا يكون رأس المال ينافي ذمة أحد الشركاء.

ويلزم لصحة عقد المشاركة بالإضافة إلى الشروط العامة المتعلقة بالعقد (الأهلية والمحل والصيغة) وقد اتفق الفقهاء حول بعض الشروط واختلفو حول البعض.

---

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص 348.

الشروط المتفق عليها في المشاركة:

- أن يكون رأس مال المشاركة معلوم القدر من الأموال التي تتعين بالتعيين وهي العملات المتداولة واختلفوا في صحة غيرها كالعروض وتسير المصارف الإسلامية على الرأي الواسع الذي يوافق طلاقة التشريع الإسلامي والذي يجيزها بالعروض يوم إبرام عقد المشاركة بالأسعار الجارية.
- أن يكون كل شريك آهلا للتوكيل أي أن يكون متمتعاً بالأهلية التي تمكنه من أن يكون أصيلاً عن نفسه ووكيلاً عن غيره من الشركاء.
- أن يكون الربح معلوم المقدار لأن جهالته تفسد الشركة باعتبار أن الربح بمثابة المعقود عليه وإذا جهل المعقود عليه فسدت الشركة[1].
- أن يكون الربح للطرفين بنسبة شائعة عن جملة الربح فإن أساء به أحدهم بطلت الشركة وأن تكون الخسارة بقدر نصيب كل شريك في الأصل (رأس مال الشركة).
- أن تكون يد المشارك يد أمانة في كل ما يختص بأعمال وأموال الشركة ولا يضمن إلا ما اتلف وعقد الشركة (المشاركة) عقد غير لازم في حق الطرفين ولكل شريك الحق في أن يفسخ العقد متى شاء بشرط أن يكون ذلك بحضور الشريك الآخر وبجواز الفسخ اذا لم يترتب عليه ضرر فإن ترتب عليه ضرر منع من الفسخ حتى يزول المانع تمشيا مع القاعدة الشرعية (لا ضرر ولا ضرار).

المشاركة في المصرف الإسلامي:

المشاركة في المصرف الإسلامي تأخذ عدة طرق لتنفيذها حسب الصيغة التي تحكم العقد وتتمثل طرق المشاركة في أربع طرق وهي:

المشاركة المباشرة: (تمويل صفقة معينة)

وهذا النوع من المشاركة يدخل فيه المصرف الإسلامي شريكاً في عملية تجارية أو استثمارية مستقلة عن بعضها البعض حتى بالنسبة للمشروع الواحد

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 350-351.

وتختص بنوع واحد أو عدد معين أو محدد من السلع ويطلب المصرف في هذا النوع من المشاركة مساهمة مالية من الشريك تتراوح بين 25% إلى 40% تبعاً لنوع العمليات، تجارية داخلية أو تجارية خارجية، وفي هذه الحالة يتم توزيع الأرباح بين الطرفين كل على حسب مساهمته في رأس مال الصفقة.

المشاركة الدائمة:

في هذه المشاركة يشارك المصرف الإسلامي شخص أو أكثر في إحدى المؤسسات التجارية أو غيرها عن طريق التمويل المشترك، فيستحق كل واحد من الشركاء نصيبه من أرباح ذلك المشروع وتكون المحاسبة عن الخسائر والأرباح بعد نهاية كل سنة مالية[1].

المشاركة في رأس مال المشروع تسمى المشاركة التشغيلية في رأس مال المشروع المساهمة في تمويل رأس مال المشروع حيث يقوم المصرف بتقييم أصول الشريك ليحدد حجم التمويل الذي سيقدمه ويشترط ألا تقل مساهمة الشريك عن 15 % من جملة رأس مال المنشأة الذي سيتم تشغيله وفي المجال الصناعي فإنّ المصرف لا يشترط على الشريك تقديم أي مساهمة مالية إذ أن المساهمة في هذه الحالة تكون هي الأصول التي تم تقييمها وتمثل حصة الشريك بالإضافة إلى جانب جهده الإداري.

المشاركة المنتهية بالتمليك:

في هذا النوع من المشاركة يساهم المصرف الإسلامي في رأس مال شركة أو منشأة تجارية أو عقارية أو زراعية مع شريك أو أكثر وعندها يستحق كل من الشركاء نصيبه في الأرباح بموجب الاتفاق الوارد في العقد مع وعد من المصرف الإسلامي أن يتنازل عن حقوقه عن طريق بيع أسهمه إلى شركائه وشركاء يعدون بشراء أسهم المصرف والحلول محله في الملكية سواء على دفعة واحدة أو على دفعات حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها.

تكلفة التمويل بالمشاركة:

من تحليل كيفية حساب التكلفة المرجحة للأموال يتضح لنا أنّ تكلفة التمويل بالاقتراض هي سعر الفائدة مخفضاً بالأثر الضريبي ولذلك فإنّ تكلفة التمويل بالاقتراض دائماً أقل من سعر الفائدة طالما خضعت الشركة

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 351-352.

لضريبة الأرباح التجارية والصناعية، كما تبين أن تكلفة التمويل بإصدار أسهم عادية أو حتى أرباح محتجزة فهي تكلفة تعكس تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأموال مع عمل التعديلات الخاصة بمصاريف الإصدار وسعر الإصدار نفسه.

من الطبيعي أن تكون تكلفة الفرصة البديلة للأموال المملوكة أعلى من معدل الفائدة السائد[1] في السوق وألا تحول المستثمرون من الشركات التي يملكونها وأودعوا أموالهم في البنوك. وإذا نظرنا إلى تكلفة التمويل بالمشاركة فنجد أنه لا يوجد بالنسبة للأموال المأخوذة على سبيل المشاركة أي تكلفة نقدية مثل تكلفة القروض، فمشاركة الممول هنا مشاركة بالأرباح.

وإذا كانت التكلفة المرجحة للأموال في هذه الحالة منخفضة نتيجة عدم الإلزام بدفع فوائد او عائد محدد مقدماً فيجب أن نتوقع أن معدل الخصم الذي يستخدم لاستخراج صافي القيمة الحالية سيكون منخفضاً أيضاً وهو ما يسمح بالقيام باستثمارات عائدها صغير إذا كان يحقق حاجات إنسانية أساسية للقاعدة العريضة للجماهير. وبطبيعة الحال سنتصور أن هذه القضية ليست بهذه السهولة حيث أن البنوك التي تقوم بالتمويل تتوقع عائداً يساوي على الأقل العائد الساري في السوق، ولا سيما إذا كانت المجتمعات تحوي نوعين من البنوك: البنوك التقليدية التي تتعامل بالفائدة، والبنوك الإسلامية التي لا تتعامل بالفائدة [2].

ثالثاً: المرابحة:

هي بيع بمثل الثمن الأول الذي تم الشراء به مع زيادة ربح، أي بيع الشيء بمثل ثمن شراءه من البائع الأول مع هامش من الربح معلوم ومتفق عليه أو مقطوع مثل جنيه سوداني أو بنسبة معينة من ثمنه الأصلي أو ماشابه ذلك(3). والمرابحة في المصرف هي تقديم طلب للبنك بأنّ يقوم بشراء سلعة معينة وبيعها

(1) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 352-353.

(2) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 352-353.

(3) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص73.

للعميل مقابل ربح محدد، وتأتي هذه الصيغة التمويلية لتلبية احتياجات العملاء من السلع[1]. ويتميز بيع المرابحة في المصرف بحالتين [2]:

الحالة الأولى:

هي الوكالة بالشراء مقابل أجر. فمثلاً يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة ذات أوصاف محددة، بحيث يدفع ثمنها إلى المصرف مضافاً إليه أجر معين، مع مراعاة خبرة المصرف في القيام بمثل هذا العمل.

الحالة الثانية:

يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة محددة الأوصاف، بعد الاتفاق على تكلفة شرائها ثم إضافة ربح معلوم عليها. ويتضمن هذا النوع من التعامل وعداً من العميل بشراء السلعة حسب الشروط المتفق عليها، ووعداً آخر من المصرف بإتمام هذا البيع طبقاً لذات الشروط. فالبيع الخاص للمرابحة في المصرف يكون بصيغة الآمر للشراء.

ضوابط الاستثمار عن طريق بيع المرابحة للآمر بالشراء [3]:

1. تحديد مواصفات السلعة وزناً أو عداً أو كيلاً أو وصفاً تحديداً نافياً للجهالة.
2. أن يعلم المشتري الثاني بثمن السلعة الأول التي أشترى بها البائع الثاني (المشتري الأول).
3. أن يكون الربح معلوماً لأنه بعض من الثمن سواء كان مبلغاً محدداً أو نسبة من ثمن السلعة معلوم.
4. أن يكون العقد الأول صحيحاً.
5. ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا.
6. أن يتفق الطرفان على باقي شروط المواعدة من زمان ومكان وكيفية التسليم.

---

(1) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سابق الذكر، ص427.

(2) صوان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر،عمان، 2001م، ص152.

(3) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص273-274.

الضوابط الشرعية للعقود المصرفية (المرابحة):

العقود في المصارف الإسلامية تتعدد وتتنوع وعلى رأس هذه العقود يأتي عقد المرابحة وهو البيع برأس المال المبيع مع زيادة ربح معلوم فيبيح مالك السلعة سلعته للمشتري براسمالها وزيادة ربح متفق عليه بينهما، وثاني هذه العقود هو عقد السلم وهو عقد بيع الملك في الثمن وفي المثمن (المبيع) مؤجلاً إلى أن يشتري المصرف السلعة ويسدد ثمنها حالاً البائع على أن يسلم المبيع في وقت لاحق يحدد في العقد.

المرابحة لغة: المرابحة مفاعلة من الربح: قال ابن منظور: الربح والرباح النماء في التجر، وأربحته على سلعته أي أعطيته ربحاً وقد أربحه بمتاعه وأعطاه مالاً مرابحة أي على الربح بينهما، وبعت الشئ مرابحة فيقال بعته: السلعة مرابحة على كل عشرة دنانير كذلك اشتريته مرابحة ولا بد من تسميته ربح.

عرف الحنفية المرابحة بأنها بيع بزيادة معلومة على ما ملكت به، وعرفها ابن عرفة من المالكية فقال: المرابحة بيع مرتب ثمنه على بيع تقدمه غير لازم مساواته فقوله (غير لازم مساواته) يصدق على ما إذا كان ثمن البيع الثاني مساو للأول أو أزيد أو أنقص منه فوصل إلى أنه إذا كان ثمن البيع الثاني أزيد من الأول يسمى الإقالة والتولية وإذا كان ثمن البيع الثاني انقص من الأول فيسمى بالوضعية واطلا المرابحة على الوضعية والمساواة باعتبار ربح البائع بالثمن لانتفاعه به إذ قد يشتري سلعة أخرى يربح فيها وانتفاع المشتري بالسلعة إذ يبيعها فيربح فيها.

وعرفها الرافعي من الشافعية بقوله (عقد بني الثمن فيه ثمن المبيع الأول مع زيادة)، وقال بن قدامه (بيع المرابحة هو البيع برأس المال وربح معلوم).

بيع المرابحة: هو بيع السلعة بمثل الثمن الأول الذي اشترى به مع زيادة ربح معلوم متفق عليه بمبلغ مقطوع أو بنسبة من الثمن الأول[1].

الضوابط الشرعية لعقد المرابحة:

وبيع المرابحة بجانب بيع التولية وبيع الوضعية هو من بيوع الأمانة وينقسم بيع المرابحة إلى قسمين:

---

(1)- ابن منظور، لسان العرب، الجزء الثاني، ط1 (دار الفكر للطباعة، 1990م) ص 442.

أ-بيع المرابحة العادية: وهي التي تتكون من طرفين البائع والمشتري ويمتهن فيها البائع التجارة فيشتري السلع دون الحاجة إلى الاعتماد على وعد مسبق بشرائها ثم يعرضها بعد ذلك للبيع مرابحة بثمن وربح يتفق عليه.

ب-بيع المرابحة المقرنة بالوعد وهي تتكون من ثلاثة أطراف البائع والمشتري والمصرف باعتباره تاجراً وسيطاً بين البائع الأول والمشتري والمصرف لا يشتري السلعة إلا بعد تحديد المشتري لرغبته ووجود وعد مسبق بالشراء ويستخدم أسلوب المرابحة المقرنة بالوعد في المصارف الإسلامية التي تقوم بشراء السلع حسب المواصفات التي يطلبها العميل ثم إعادة بيعها مرابحة للواعد بالشراء أي بثمنها الأول مع التكلفة المعتبره شرعاً بالإضافة إلى هامش ربح متفق عليه سلفاً بين الطرفين ويجوز أن تتقدم المستفيد بوعد شراء سلعة معينة يحدد جميع أوصافها ويجوز أن تتضمن شروطاً مختلفة يتفق عليها الطرفين.

وتتلخص فكرة هذا النوع من البيوع في أن يتقدم عميل المصرف إلى المصرف مبيناً رغبته من اقتناء أصل معين ويتفق مع المصرف على أن يقوم بشرائه بسعر معلوم للطرفين ثم يقوم ببيعه للعميل بسعر أعلى ويمكن للعميل أن يؤدي الثمن مؤجلاً أو مقسطاً كما يتحمل مسؤولية رده إذا ظهر فيه عيب خفي إضافة إلى تحمله تبعية تكفل العميل عن الشراء أو عدم التزامه بالسداد أو المماطلة فيه. وقد استخدمت المصارف الإسلامية هذا النوع من البيوع بشكل واسع في تخفيف بعض الخدمات كالاعتماد المستند به والبيع بالتقسيط وخصم الأوراق التجارية في بعض الحالات.

إنّ معظم المتعاملين مع المصرف الإسلامي من الجمهور لا يحس التمييز بين كل من القرض بفائدة أو البيع مرابحة ذلك أن هذا الانطباع يبنى على المقارنة بين المصرف الإسلامي الذي ينفذ من خلال المرابحة ومع بقائه في حدود دور الممول أو الوسيط للعمليات نفسها التي تم تنفيذها في المصرف العادي بالقرض الربوي وربما لو اقترب المصرف الإسلامي من دور الصانع أو التاجر يصنع السلع أو يقتني البضائع من مخازنه[1].

(1) د. علي عثمان حامد، الرقابة المصرفية والشرعية على المصارف الإسلامية، ص ص395-396-397.

وأصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المصدر الشرعي رقم 8 المرابحة للأمر بالشراء ويهدف هذا المعيار إلى بيان الأسس والأحكام الشرعية المرابحة للأمر بالشراء والمراحل التي تمر بها عملياتها بدءاً بالوعد وانتهاءاً بتمليك العميل السلعة والضوابط الشرعية التي يجب على المؤسسات المالية الإسلامية الالتزام بها[1].

أحكام المرابحة:

حيث يثبت بيع المرابحة أحكامه وتترتب عليه إشارة الشرعية يلزم توافر شروط صحته ومعظم هذه الشروط تتعلق بالثمن لأن المرابحة من أنواع البيوع التي ينظر فيها إلى الثمن ومتعلقاته وهذه الشروط كما يلي:

أولاً: أن يكون العقد صحيحاً لأن المرابحة عقد متعلق على عقد سابق عليه فإذا لم يكن العقد الأول صحيحاً لم تترتب عليه إشارة الشرعية ومنها التصرف فيما ملك بهذا العقد كالبيع أو غيره، تتفرع عن هذا الشرط مسألتان، العقود التي تترتب عليها المرابحة، اختلف العلماء في هذه المسألة على قولين:

- القول الأول: جواز المرابحة على كل عقد يفيد الملك سواء كان معاوضة كالبيع أم عقد تبرع كالهبة والوصية وفي هذه الحالة للواهب أو الموصى له أن يبيع على القيمة إذ لا ثمن لها.
- القول الثاني: لا تجوز المرابحة إلا فيما له ثمن أما ما ليس له ثمن فلا يباع مرابحة بل مساومة وهو مذهب المالكية.

يقول الدرديري (ولا يبين أنه اشترى أولاً بكذا وثانياً بكذا إلا أن ورث بعض أو وهب له بعض فلا يباع مرابحة إذ لا ثمن له وما ذهب إليه الحنفية والشافعية يستقيم مع حقيقة المرابحة فما جاء من تعريف المرابحة عند الحنفية أنها بيع بزيادة معلومة على ما ملكت به. أما المالكية وغيرهم فالمرابحة عندهم لا تترتب إلا على ما له ثمن ولذلك قال الدرديري بيع السلعة بالثمن الذي اشتريتها به وزيادة ربح معلوم لهما.

---

(1)- د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 298-299.

ثانياً: العلم بالثمن الأول الذي اشترى به البائع المبيع في العقد الأول ويظهر التساؤل عن ماهية الثمن الأول الذي يجب بيانه والعلم به[1].

في حالة إذا أنفق المرابح على المبيع نفقة يزيد بها أو تحمل مصاريف إضافية على ثمنه مثل مصاريف الشحن والنقل والجمارك.

هنا يرى الشافعية: أنه يلحق بالثمن الأصلي جميع النفقات التي أنفقها البائع بإنهاء المبيع بنفسه أو تبرع له الغير بها لم يجز له الحاقها بثمن الشراء الأصلي.

ثالثاً: أن يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا فإذا كان بأن اشترى عميل والموزون بجنسه مثلاً بمثل لم يجز له أن يبيعه مرابحة لأن المرابحة بيع الثمن الأول وزيادة، والزيادة في أموال الربا رباً لا ربحاً فإن اختلف الجنس فلا بأس بالمرابحة[2].

رابعاً: العلم بالربح لأن الربح بعض الثمن والعلم بالثمن شرط صحة البيوع ينبغي أن يتوافر في الربح جميع شروط الثمن الأخرى لأنه جزء من الثمن.

اختلف الفقهاء في شأن توزيع الربح عن عناصر تكاليف المرابحة:

المذهب الأول: احتساب نسبة الربح على التكلفة الكلية لبضاعة المرابحة وهو ما ذهب إليه جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة.

المذهب الثاني: لا يحسب ربح إلا على النفقات التي لها أثر على السلعة وبالجملة النفقات التي تؤدي إلى تحويل الخام إلى منتج أما النفقات الأخرى تضاف إلى الثمن دون أن يحسب لها ربح.

خامساً: أن يبين المرابح للمشتري جميع ما يتعلق بالمبيع وثمن المشترى من بيع المرابحة يعتمد على المرابح لذلك ينبغي أن يبين له المرابح جميع البيوع [3].

---

(1) الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، بيروت، لبنان: دار الكتب العلمية، الجزء الخامس، ص 304.

(2) د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 300-301-305-306.

(3) د. الدسوقي – حاشية، (القاهرة: دار إحياء الكتب العربية، الجزء الثاني) ص 160.

الفصل السابع

أدوات التمويل في الإسلام

(الإجارة المنتهية بالتمليك وبيع السلم والسلم والسلم الموازي)

أولاً الإجارة:

تعريف الإجارة:

الإجارة في اللغة: مشتقة من الأجر، والأجر في اللغة له معنيان:

1-الكراء والأجرة على العمل.

2-الجبر.

قال ابن فارس: الهمزة والجيم والراء أصلان يمكن الجمع بينهما بالمعنى، فالأول الكراء على العمل، والثاني جبر العظم الكسير، فأما الكراء فالأجر والأجرة، وأما جبر العظم فيقال منه: أجرت اليد.

فهذان الأصلان، والمعنى الجامع بينهما أنّ أجرة العامل كأنها شيء يُجبر به حاله فيما لحقه من كد فيما عمله[1].

وفي الاصطلاح هي: عقد على منفعة معلومة مباحة من عين معينة، أو موصوفة في الذمة، أو على عمل معلوم بعوض معلوم مدة معلومة[2].

تعريف التمليك:

التمليك في اللغة: مشتق من الملك، والملك في اللغة يطلق على القوة والصحة.

قال ابن فارس: "الميم واللام والكاف أصل صحيح يدل على قوة في الشيء وصحة، يقال: أملك عجينه: قوى عجينه، وشده.

وملّكت الشيء: قويته، والأصل هذا، ثم قيل مَلَك الإنسان الشيء يملكه ملكاً، لأنّ يده فيه قوية صحيحة"[3].

وأما التمليك في اصطلاح العلماء: فإنه لا يخرج عن المعنى اللغوي.

---

(1) معجم مقاييس اللغة لابن فارس (62/1).

(2) انظر الروض المربع شرح زاد المستقنع (ص 318)، وأنيس الفقهاء لقاسم القونوي (ص 259)، والذخيرة للقرافي (371/5)، وحاشية ابن عابدين، دار المعرفة في لبنان، الطبعة الأولى 1420هـ (6/9 - 7).

(3) معجم مقاييس اللغة لابن فارس (351/5 – 352).

مشروعية الإجارة:

دل على مشروعية الإجارة الكتاب والسنة والإجماع والقياس.

أما الأدلة على ذلك من القرآن الكريم فمنها:

1- قوله تعالى: ﴿أَسْكِنُوهُنَّ مِنْ حَيْثُ سَكَنتُم مِّن وُجْدِكُمْ وَلا تُضَارُّوهُنَّ لِتُضَيِّقُواعَلَيْهِنَّ وَإِن كُنَّ أُولاتِ حَمْلٍ فَأَنفِقُوا عَلَيْهِنَّ حَتَّى يَضَعْنَ حَمْلَهُنَّ فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُن﴾ [(1)].

حيث دلت هذه الآية على أنّ المطلقة التي لها ولد رضيع فإن لها أنّ ترضع ذلك الولد، ولها أن تمتنع، فإن أرضعت استحقت أجر مثلها.

فدلت الآية على مشروعية الإجارة، حيث أمر الله بإعطاء الزوجة الأجرة على الرضاع، فأجاز الإجارة على الرضاع، وإذا جازت عليه جازت على مثله وما هو في معناه.

2- قوله تعالى: ﴿وَإِنْ أَرَدتُّمْ أَن تَسْتَرْضِعُواْ أَوْلاَدَكُمْ فَلاَ جُنَاحَ عَلَيْكُمْ إِذَا سَلَّمْتُم ما آتَيْتُم بِالْمَعْرُوفِ﴾ [(2)].

حيث نفى الله تعالى في هذه الآية الجناح عمن يسترضع لولده، أي يستأجر امرأة ترضع ولده بالأجرة، فدل ذلك على مشروعية الإجارة.

3- قوله تعالى: ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الأَمِينُ. قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أُنكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَن تَأْجُرَنِي ثَمَانِيَ حِجَجٍ فَإِنْ أَتْمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِندِكَ وَمَا أُرِيدُ أَنْ أَشُقَّ عَلَيْكَ سَتَجِدُنِي إِن شَاء اللهُ مِنَ الصَّالِحِينَ﴾ [(3)].

حيث طلب والد المرأتين من موسى – عليه السلام – أن يؤجره نفسه لرعي الغنم مقابل عوض معلوم وهو تزويجه إحدى ابنتيه، ووافق موسى على ذلك، فدل ذلك على أن الإجارة كانت مشروعة عندهم، ولم يأتِ في شرعنا ما يمنعها، وشرع من قبلنا شرع لنا إذا سُكت عنه.

---

(1) سورة الطلاق، الآية 6.

(2) سورة البقرة، الآية 233.

(3) سورة القصص، الآيات 26-27.

4- قوله تعالى: ﴿فَوَجَدَا فِيهَا جِدَارًا يُرِيدُ أَنْ يَنقَضَّ فَأَقَامَهُ قَالَ لَوْ شِئْتَ لاتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا﴾[1].

فذُكر في هذه الآية أن موسى – عليه السلام – قال للخضر: ﴿لَوْ شِئْتَ لاتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا﴾، وكما سبق فإن شرع من قبلنا شرع لنا إذا سُكت عنه.

وأما الأدلة من السنة فمنها:

1- قوله – صلى الله عليه وسلم في حديث أبي هريرة – رضي الله عنه: « قال الله تعالى: ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة ؛ رجل أعطى بي ثم غدر، ورجل باع حراً فأكل ثمنه، ورجل استأجر أجيراً فاستوفى منه ولم يعطه أجره »[2].

فقوله – صلى الله عليه وسلم: (ورجل استأجر أجيراً فاستوفى منه ولم يعطه أجره) يدل صراحة على مشروعية الإجارة.

2- قوله – صلى الله عليه وسلم: (أحق ما أخذتم عليه أجراً كتاب الله)[3].

وهذا الحديث يدل صراحة على مشروعية الإجارة.

3- عن عائشة – رضي الله عنها – قالت: استأجر النبي – صلى الله عليه وسلم – وأبو بكر رجلاً من بني الديل هادياً خريتاً، وهو على دين كفار قريش، فأمناه فدفعا إليه راحلتيهما وواعداه غار ثور بعد ثلاث ليالٍ، فأتاهما براحلتيهما صبح ليالٍ ثلاثٍ فارتحلا، وأخذ بهمطريق الساحل.

فهذا الحديث ينص على فعل النبي – صلى الله عليه وسلم – للإجارة.

4- أنّ النبي – صلى الله عليه وسلم – بُعث والناس يؤاجرون ويستأجرون فلم ينكر عليه، فكان ذلك تقريراً منه بجواز الإجارة.

---

(1) سورة الكهف، 77.

(2) أخرجه البخاري في صحيحه، في كتاب البيوع، في باب أثم من باع حراً، رقم الحديث (2227).

(3) أخرجه البخاري في صحيحه، في كتاب الطب، في باب الشرط في الرقية بقطيع من الغنم، رقم الحديث (5737).

وأما الإجماع:

فقد أجمعت الأمة على مشروعية الإجارة، ولم يخالف في ذلك إلا ما يروى عند عبد الرحمن بن الأصم[1] من أنه قال بعدم جواز الإجارة.

قال موفق الدين بن قدامة: " وأجمع أهل العلم في كل عصر وكل مصر على جواز الإجارة، إلا ما يحكى عن عبد الرحمن بن الأصم أنه قال: لا يجوز ذلك ؛ لأنه غرر، يعني أنه يعقد على منافع لم تخلق، وهذا غلط لا يمنع انعقاد الإجماع الذي سبق في الإعصار وسار في الأمصار"[2].

وممن ذكر الإجماع غير ابن قدامة، الإمام الشافعي[3]، وابن رشد[4]، وغيرهم.

وأما القياس:

فإنّ عقد الإجارة يُقاس على عقد البيع في جوازه، حيث أن البيع عقد على الأعيان، والإجارة عقد على المنافع، والحاجة إلى المنافع كالحاجة إلى الأعيان، فلما جاز العقد على الأعيان جاز العقد المنافع.

قال موفق الدين بن قدامه: " والعبرة أيضاً دالة عليها[5]، فإنّ الحاجة إلى المنافع كالحاجة إلى الأعيان، فلما جاز العقد على الأعيان وجب أن تجوز الإجارة على المنافع"[6].

تعريف الإجارة المنتهية بالتمليك:

أولا: تعريف الإجارة المنتهية بالتمليك عند الفقهاء:

الإجارة المنتهية بالتمليك عقد ظهر في العصر الحديث، لذلك لم يكتب عنه أحد من الفقهاء المتقدمين، أما الفقهاء المعاصرين فإنّ معظم من كتب منهم عن هذا العقد لم يذكر تعريفاً له، وقليل منهم من ذكر له تعريفاً،

---

(1) أخرجه البخاري في صحيحه، في كتاب الإجارة، في باب استئجار المشركين عند الضرورة، رقم (2263).

(2) هو شيخ المعتزلة أبو بكر الأصم، كان ديناً وقوراً صبوراً على الفقر، منقبضاً على الدولة، إلا أنه كان فيه ميل عن الإمام علي، توفي سنة 201هـ [انظر سير أعلام النبلاء للذهبي (402/9).

(3) المغني لابن قدامة (6/8).

(4) قال الإمام الشافعي – رحمه الله – في الأم (30/4): " فمضت بها السنة وعمل بها غير واحد من أصحاب رسول الله – صلى الله عليه وسلم، ولا يختلف أهل العلم ببلدنا علمناه في إجارتها وعوام الفقهاء الأمصار".

(5) قال ابن رشد في بداية المجتهد (1339/4): " إن الإجارة جائزة عند جميع فقهاء الأمصار والصدر الأول".

(6) انظر الإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي لخالد الحافي (ص 25-32).

وممن ذكر له تعريفاً خالد الحافي، حيث قال في تعريف هذا العقد:"عقد بين طرفين يؤجر فيه أحدهما لآخر سلعة معينة مقابل أجرة معينة يدفعها المستأجر على أقساط خلال مدة محددة، تنتقل بعدها ملكية السلعة للمستأجر عند سداده لآخر قسط بعقد جديد"[1].

ويمكن أن نعرف هذا العقد بالتعريف الآتي:

" تمليك منفعة من عين معلومة مدة معلومة، يتبعه تمليك العين على صفة مخصوصة بعوض معلوم" .

فقول: [تمليك منفعة من عين معلومة مدة معلومة] هذا هو الإجارة.

وقول: [يتبعه تمليك العين على صفة مخصوصة بعوض معلوم] هذا هو البيع.

ثانياً: تعريف الإجارة المنتهية بالتمليك عند القانونيين:

عرفها الدكتور توفيق حسن فرج بأنها: عقد يصفه المتعاقدان بأنه إيجار، ويتفقان على أن يقوم المستأجر في هذه الحالة بدفع أجرة لمدة معينة ينقلب العقد بعدها بيعاً، وتعتبر الأجرة التي دفعت على أقساط ثمناً للبيع[2].

وعرفها الدكتور جاك الحكيم بأنها: عقد إيجاز مقرون بوعد بالبيع، يقوم بموجبه أحد المتعاقدين بإيجار شيء إلى آخر لمدة معينة يكون للمستأجر عند انقضائها خيار شرائها بسعر معين[3].

نشأة الإجارة المنتهية بالتمليك:

سبب نشأة الإجارة المنتهية بالتمليك:

أمام المخاطر التي يتعرض لها البائع من البيوع الائتمانية أو الآجلة فإن البائع قد يفضل التحايل وإخفاء البيع بإظهاره في صورة عقد إيجار، فيسمي البيع إيجاراً، ويظهر هو في صورة المؤجر، والمشتري في صورة المستأجر، فيشترط البائع أن تبقى ملكيته قائمة بشكل ما حتى وفاء المشتري بالتزامه، بحيث يكون له الحق في ما يلي:

أولاً: منع المشتري من تفويت الذات موضع العقد.

---

(1) الإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي لخالد الحافي، ص 60.

(2) عقد البيع والمقايضة للدكتور توفيق حسن فرج، ص 43.

(3) العقود الشائعة والمسماة للدكتور جاك الحكيم، ص219.

ثانياً: أن يكون له الحق في استرجاع الذات عند عدم الوفاء في الوقت المحدد.

ثالثاً: أن يكون له الحق في الحصول على مقابل انتفاع المشتري بالذات في حالة عدم البيع[1].

أسماء عقد الإجارة المنتهية بالتمليك:

يطلق على هذا العقد عدة إطلاقات منها:

-البيع الإيجاري.

-الإيجار الساتر للبيع.

-الإيجار الذي ينقلب بيعاً.

-الإيجار المقترن بوعد بالبيع[2].

نشأة عقد الإجارة المنتهية بالتمليك وتطوره:

نشأ هذا العقد عام 1846م في إنجلترا تحت اسم الهاير بيرشاس [Hire-Purchase]، حيث ظهر هذا العقد أول مرة حين قام أحد تجار آلات موسيقية ببيع هذه الآلات مع تقسيط أثمانها إلى عدة أقساط، بقصد رواج مبيعاته، ولكي يضمن حصوله على كامل الثمن لم يلجأ إلى الصورة المعتادة لعقد البيع، وإنما أبرم العقد في صورة إيجار مع حق المستأجر في تملك الآلة باكتمال مدة الإيجار، والتي معها يكون البائع قد استوفى كامل الثمن المحدد لها.

ثم بعد ذلك انتشر هذا العقد وانتقل من الأفراد إلى المصانع، وكان أول هذه المصانع تطبيقاً لهذا العقد هو مصنع سنجر لآلات الحياكة في إنجلترا، حيث كان يقوم بتسليم منتجاته إلى عملائه في شكل عقد إيجار يتضمن إمكانية تملك الآلات المؤجرة بعد تمام سداد مبلغ معين على عدد من الأقساط، تمثل في الحقيقة ثمناً لها.

---

(1) انظر بحث الشيخ عبد الله بن بيه في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة (2663/4)، والبيع بالتقسيط والبيوع الائتمانية للدكتور إبراهيم دسوقي أبو الليل (ص26 - 27)، وعقد البيع والمقايضة للدكتور توفيق حسن فرج (ص 43).

(2) انظر بحث الشيخ عبد الله بن بيه في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة (2663/4)، وعقد البيع والمقايضة للدكتور توفيق حسن فرج (ص 27).

ثم انتشر هذا العقد، وانتشر استعماله - بصفة خاصة - من قِبل شركات السكك الحديدية التي تأسست لتمويل شراء مركبات شركات الفحم والمحاجر، كانت هذه المؤسسات تقوم بشراء المركبات لحسابها، ثم تسلمها لمناجم الفحم بناء على عقد البيع الإيجاري؛ لما في هذا العقد من ضمان وحماية لحقوق المؤجر الذي كان له الحق في فسخ العقد واسترداد الأموال المسلمة للمستأجر بمجرد إخلال هذا الأخير بسداد قسط واحد من الأقساط المتفق عليها.

ثم ازدادت أهمية هذا العقد بامتداده إلى شركات المقاولات وغيرها.

ثم ظهر عقد الليسنج [Leasing] في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1953م، ثم ظهر في فرنسا تحت تسمية [Credit Bail] عام 1962م، وهذا العقد يعتبر حالة جديدة للإجارة المنتهية بالتمليك، إلا أنه اتخذ طابعاً جديداً يتمثل في تدخل طرف ثالث بين طرفي العقد الأصليين - المؤجر والمستأجر -، هذا الطرف الثالث هو الذي يقوم بتمويل العقد بشراء أموال معينة هي في العادة تجهيزات ومعدات صناعية وإنشائية، ثم يقوم بتأجيرها لمن يتعاقد معهما لفترة متفق عليها بينهما، وتكون هذه الفترة طويلة الأجل نسبياً حتى تتمكن المؤسسة المالية التي تقوم بتمويل المشروع من حصولها على المبالغ التي أنفقتها على التمويل وبنهاية الفترة المتفق عليها يكون للمستأجر المتعاقد مع المؤسسة عدة خيارات وهي:

1- إعادة السلعة المؤجرة له إلى المؤسسة المالكة.
2- تمديد مدة الإيجار لفترة أو فترات أخرى.
3- تملك السلعة مقابل ثمن يراعى في تحديده المبالغ التي سبق له أن دفعها كأقساط إيجار.

فالجديد في هذه الحالة، أو في هذا العقد (الليسنج) هو أن المؤجر لا يكون مالكاً للأصل أو الأشياء المراد تأجيرها، وإنما يقوم بشرائها خصيصاً لهذا الغرض.

بعد ذلك انتقل هذا العقد إلى الدول الإسلامية من خلال البنوك الإسلامية التي جعلت الإيجار المنتهي بالتمليك جزءاً من العمليات الأساسية التي تقوم بها ومن البنوك الإسلامية التي طبقت هذا العقد بنك ماليزيا الإسلامي.

وقام بنك مصر إيران للتنمية بالاشتراك مع هيئة التمويل الدولية، وشركة مانوفا كتشورز ليسنج الأمريكية في تأسيس شركة متخصصة في الإيجار المنتهي بالتمليك في مصر، وطبق هذا العقد أيضاً بيت التمويل الكويتي بدولة الكويت. كما جعل البنك الإسلامي للتنمية عقد الإيجار المنتهي بالتمليك جزءاً من العمليات الاستثمارية التي يقوم بها، حيث قام بتطبيق هذا العقد في عام 1397هـ ومنذ تطبيق عقد الإيجار المنتهي بالتمليك وحتى عام 1410هـ استفادت من هذا العقد أكثر من عشرين دولة إسلامية. أما في المملكة العربية السعودية فقد اتجه كثير من البنوك والشركات إلى تطبيق هذا العقد في الوقت الحاضر، وأقبل عليه كثير من أفراد المجتمع[1].

صور الإجارة المنتهية بالتمليك:

للإجارة المنتهية بالتمليك صور عديدة، ولعل الصور الأوسع انتشاراً في تداول هذا العقد هي:

الصورة الأولى: أن يصاغ العقد على أنه عقد إيجار ينتهي بتملك الشيء المؤجر - إذا رغب المستأجر في ذلك - مقابل ثمن يتمثل في المبالغ التي دفعت فعلاً كأقساط إيجار لهذا الشيء المؤجر خلال المدة المحددة، ويصبح المستأجر مالكاً - أي مشترياً - للشيء المؤجر تلقائياً بمجرد سداد القسط الأخير، دون حاجة إلى إبرام عقد جديد.

ويمكن تصوير صياغة العقد على الوضع الآتي:

أجرتك هذه السلعة بأجرة في كل شهر - أو عام - هي كذا، لمدة خمس سنوات - مثلاً - على أنك إذا وفيت بهذه الأقساط جميعها في السنوات الخمس كان الشيء المؤجر ملكاً لك مقابل ما دفعته من أقساط الأجرة في هذه السنوات، ويقول الآخر: قبلت. فالعقد بهذه الصورة هو: إجارة تنتهي بالتمليك دون دفع ثمن سوى الأقساط الإيجارية.

الصورة الثانية: أن يصاغ العقد على أنه عقد إجارة، يُمكّن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة في مقابل أجرة محددة في مدة محددة للإجارة، على أن

---

(1) انظر البيع بالتقسيط والبيوع الائتمانية الأخرى للدكتور إبراهيم دسوقي أبو الليل (ص32-34) و (ص304)، والإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي لخالد الحافي (ص 62-65).

يكون للمستأجر الحق في تملك العين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة مقابل مبلغ معين.

ويمكن تصوير صياغة العقد على الوضع الآتي:

أجرتك هذه السلعة بأجرة في كل شهر - أو عام - هي كذا، لمدة خمس سنوات - مثلاً - على أنك إذا وفيت بهذه الأقساط جميعها في السنوات الخمس بعتك هذه السلعة - إذا رغبت في ذلك - بثمن هو كذا، ويقول الآخر: قبلت.

وهذه الصورة يمكن تفريعها إلى صورتين:

إحداهما: أن يكون الثمن المحدد لبيع السلعة ثمناً رمزياً.

والثانية: أن يكون الثمن المحدد لبيع السلعة ثمناً حقيقياً.

فالعقد بهذه الصورة هو: اقتران الإجارة ببيع الشيء المؤجر بثمن رمزي، أو حقيقي.

الصورة الثالثة: أن يصاغ العقد على أنه عقد إجارة، يُمكّن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة في مقابل أجرة محددة في مدة محددة للإجارة، على أنّ المؤجر يعد المستأجر وعداً ملزماً - إذا وفى المستأجر بسداد الأقساط الإيجارية في المدة المحددة - ببيع العين المؤجرة في نهاية العقد على المستأجر بمبلغ معين.

ويمكن تصوير صياغة العقد على الوضع الآتي:

أجرتك هذه السلعة بأجرة في كل شهر - أو عام - هي كذا، لمدة خمس سنوات - مثلاً، وأعدك وعداً ملزماً ببيعها لك إذا تم سداد جميع الأقساط الإيجارية في المدة المحددة، ويقول الآخر: قبلت.

فالعقد بهذه الصورة هو: اقتران الإجارة بوعد بالبيع.

الصورة الرابعة: أن يصاغ العقد على أنه عقد إجارة، يُمكّن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة في مقابل أجرة محددة في مدة محددة للإجارة، على أن المؤجر يعد المستأجر وعداً ملزماً - إذا وفى المستأجر بسداد الأقساط الإيجارية في المدة المحددة - بهبة العين المؤجرة في نهاية العقد على المستأجر.

ويمكن تصوير صياغة العقد على الوضع الآتي:

أجرتك هذه السلعة بأجرة في كل شهر – أو عام – هي كذا، لمدة خمس سنوات – مثلاً – وأعدك وعداً ملزماً بهبتها لك إذا تم سداد جميع الأقساط الإيجارية في المدة المحددة، ويقول الآخر: قبلت.

فالعقد بهذه الصورة هو: اقتران الإجارة بوعد بالهبة.

الصورة الخامسة: أن يصاغ العقد على أنه عقد إجارة، يُمكّن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة في مقابل أجرة محددة في مدة محددة للإجارة، مع وعد ملزم من المؤجِّر في أن يجعل للمستأجر في نهاية مدة الإجارة الحق في ثلاثة أمور:

الأول: تملك السلعة مقابل ثمن يراعى في تحديده المبالغ التي سبق له دفعها – كأقساط إيجار وهذا الثمن محدد عند بداية التعاقد، أو بأسعار السوق عند نهاية العقد.

الثاني: مد مدة الإجارة لفترة أخرى.

الثالث: إعادة الأعيان المؤجرة إلى المؤسسة المالكة والمؤجرة لها[1].

وعقد الإجارة المنتهية بالتمليك بالصورة الخامسة قريب من عقد الليسنج [Leasing] الذي سبق معنا[2].

عقد الإجارة المنتهية بالتمليك في التطبيق المصرفي:

أدخلت الإجارة أسلوب تمولي بالمؤسسات والشخصيات الاعتبارية والمصارف الإسلامية في التسعينيات من القرن الماضي وذلك بعد أبحاث ودراسات فنية وشرعية، وقد كان لمجموعة دار المال الإسلامي ومجموعة دلة البركة السبق في إعداد عقد جديد تحت اسم (الإجارة والاقتناء) وهذه الصيغة تعتبر من أهم صيغ التمويل الإسلامي لحاجة الناس لها في توفير دور السكن والنقل والترحيل وإلى الآلات والمعدات والإنشاءات لأعمالهم ومعاشهم.

فالمؤسسات والشخصيات الاعتبارية والمصارف الإسلامية تقتني المجودات والأصول استجابة لطلب مؤكد من عملائها بغرض تملك تلك الأصول عن طريق الإجارة المنتهية بالتمليك فالأصول المؤجرة لا تبقى في ملكية الممولة بعد

---

(1) انظر بحث الدكتور حسن علي الشاذلي في مجلة المجمع الفقهي، الدورة الخامسة (2613/4-2617)، والإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي لخالد الحافي (ص 66-70).

(2) انظر (ص 16 - 17).

نهاية عقد الإجارة كما هو الحال في عقد الإجارة التشغيلية وإنما هي تنتقل إلى ملكية المستأجر حسب الاتفاق الذي تم بينهما في عقد المواعدة، تحتسب المؤسسات والشخصيات الاعتبارية والمصارف الإسلامية الأجرة الإجمالية على أساس تكلفة الموجودات بالإضافة إلى ربحه ثم تقسط الأجرة بعد ذلك على فترات يتفق عليها بين الطرفين (أطراف العقد الموقع).

تتضمن الإجارة التمليكية ثلاثة أطراف أصلية تتمثل في الآتي:

1. الطرف الأول: وقصد به المستفيد: أي المؤسسات والشخصيات الاعتبارية الإسلامية التي ترغب في الحصول على الآلات والمعدات والإنشاءات اللازمة له فيتخذ زمام المبادرة بتحريك العملية بالنظر إلى حاجته للانتفاع بأصل إنتاجي.
2. الطرف الثاني: أي ممول الأصول الإنتاجية، وهو من يقوم بتمويل الآلات والوسائل الإنتاجية المختلفة إلى الغير.
3. الطرف الثالث: ونعني به المؤسسات والشخصيات الاعتبارية والمصارف الإسلامية مؤجرة الأصول إذ يقوم بشراء الأصول الإنتاجية المختلفة من المنتج الحقيقي للأصول ثم تقوم بتأجيرها للمستفيد (الطرف الأول) للانتفاع بها ثم بيعها له بأحد الأساليب والصور المعروفة الموضحة أدناه. صورها في الواقع العملي نجد صورتين للتطبيق في المؤسسات والشخصيات الاعتبارية والمصارف الإسلامية يتم بموجبها تمليك العين ومنفعتها للمستأجر في نهاية مدة الإجارة المحددة وذلك على النحو التالي:

الصورة الأولى: عقد إيجار مع الوعد بهبة العين المستأجرة عند الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية على تكوين الهبة بعقد منفصل.

الصورة الثانية: عقد إيجار مع الوعد بهبة العين المستأجرة آخر المدة بموجب عقد مواعدة منفصل مقابل دفع مبلغ رمزي أو حقيقي أو بسعر السوق يدفعه المستأجر في نهاية المدة بعد سداد جميع الأقساط الإيجارية المتفق عليها بين الأطراف.

علماً بأن الجمع بين الإجارة والبيع في عقد واحد بالرغم من أنه محل خلاف بين المذاهب إلا أن السادة المالكية أجازوا ذلك ويمكن الرجوع لحاشية

الدسوقي على الشرح الكبير حيث ورد فيها صحة الجمع بين الإجارة والبيع في عقد واحد.

المصارف والمؤسسات المالية التي طبقت صيغة عقد الإجارة:

1. خارج السودان – البنك الإسلامي للتنمية بجدة – مصارف دولة الأمارات العربية المتحدة، المصارف الإسلامية بمملكة البحرين، البنك الإسلامي الأردني مجموعة دلة البركة.
2. داخل السودان بعض المصارف السودانية.

مزايا التعامل بهذا العقد:

1. عقد شرعي وصادر من فتاوى شرعية في شأنه جوزت التعامل به.
2. عقد مرن ويسهل التعامل به، كما أنه يتيح للطرفين طرفي التعامل، تعديل قيمة القسط الإيجاري بالزيادة والإنقاص عند انتهاء فترة العقد المبرم والدخول في فترة جديدة إضافية.
3. تتيح للمستأجر امتلاك الأصل المؤجر عن طريق التزامه بدفع أقساط الإيجارية حيث يظل منتفعاً باستعمال العين ومطمئناً لامتلاكها بسداد آخر قسط، كما أن المصرف يحتفظ بملكية العين المتعاقد عليها وهو لا يتنازل عن ملكيته بالهبة أو البيع، بالسعر الرمزي أو الحقيقي إلا بعد سداد المستأجر جميع الأقساط المتفق عليها.

انتهاء الإجارة:

1. تنتهي الإجارة عند الحنفية كما عرفنا بموت أحد المتعاقدين وبقية المذاهب على خلاف هذا الأمر.
2. الإجارة تنقضي بهلاك العين المؤجرة المعنية كالدار أو الدابة.... الخ.
3. تنتهي الإجارة أيضاً بالإقالة لأنّ الإجارة معاوضة مال بمال فكانت محتملة للإقالة كالبيع.
4. تنتهي الإجارة بانقضاء المدة إلا بعذر فتفسخ الإجارة بانتهاء المدة إلا إذا كان هنالك عذر بأن انقضت المدة في زرع ولم يحصد فإنه يترك إلى أن يستحصد بأجر المثل.

5. وانتهاء المدة في الجملة محل اتفاق بين الفقهاء بتنفيذ التزاماته من الطرفين أي التزامات العقد.

بعض الفتاوى التي صدرت في شأن هذا العقد:

1. جاء جوازه في كتاب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين ص:303-308.
2. الفتوى عن الندوة الفقهية الأولى لبيت التمويل الكويتي 1981م بشأن التأجير المنتهي بالتمليك وحددت الشروط الآتية:
   أ. ضبط مدة الإجارة.
   ب. تحديد مبلغ كل قسط من أقساط الأجرة.
   ج. نقل الملكية للمستأجر في نهاية المدة بواسطة هبتها إليه تنفيذاً لوعد سابق بين المالك والمستأجر.

1. قرار رقم (6) الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي عام 1988م بشأن التأجير المنتهي بالتمليك من ضمن الفتوى جواز شراء العين المأجورة بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة حسب عقد المواعدة.
2. فتوى العالم الجليل الدكتور/ وهبة الزحيلي العالم السوري والتي جاءت فيه إصدارات مجموعة دلة البركة للاستثمار والتنمية إجازة صيغة عقد الإجارة المنتهية بالتمليك أما بالهبة أو البيع بسعر رمزي أو سعر حقيقي سعر السوق.

وأخيراً جوزت الهيئة العليا للرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية بالسودان العمل بها مع الالتزام عند البيع بالسلامة الشرعية المصرفية.

الإصدارات التي صدرت في شأن جواز عقد الإجارة التشغيلية والإجارة المنتهية بالتمليك خارج السودان وداخل السودان:

1. كتاب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين.
2. عقد الإيجار للدكتور/ عبد الستار أبوغدة، الأمين العام للهيئة الشرعية الموحدة بمجموعة دلة البركة 1998م.

3. أدوات الاستثمار الإسلامي، إعداد الدكتور/ عز الدين محمد خوجة الأمين العام للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مراجعة الدكتور/ عبد الستار أبو غدة، الطبعة الثالثة، 2002م.
4. البنوك الإسلامية الدولية ونظام التأجير التمويلي للدكتور/ هشام خالد بقسم القانون الدولي الخاص بجامعة طنطا، 2001م.
5. سلسلة مطبوعات بنك التضامن الإسلامي، عقد الإجارة في الفقه والقانون، إعداد إدارة الفتوى والبحوث، 2002م.
6. البيوع في الفقه الإسلامي، سلسلة مطبوعات البنك الإسلامي السوداني، إعداد الشيخ عبد الرحمن حاج نور، مراجعة الشيخ المرحوم/ عبد الجبار المبارك.
7. نظام تمويلي، الإجارة المنتهية بالتمليك، إعداد الأستاذ/ ابن الحاج محمد صالح المدير السابق لبنك النيل الأزرق.
8. مذكرات في عقد الإجارة، تشغيلية ومنتهية بالتمليك، دكتور سراج الدين عثمان مصطفى، مساعد الأمين العام لاتحاد المصارف السوداني عام 2005م.

نموذج تطبيقي لصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك:

نورد هذا النموذج التطبيقي لصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك (الإجارة التمليكية أو الإجارة مع الاقتناء) وذلك بعد إجازتها شرعاً من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية بالسودان، الإجارة تبدأ بإجارة تشغيلية بعد الدراسة الوافية من المصرف حسب ما هو معمول به في المصارف وذلك بموجب عقد موقف من الطرفين يوضح فيه الحقوق والواجبات لكل طرف من أطراف العقد (عقد إيجارة تشغيلية)، بعد هذا يوقع عقد آخر منفصل يسمى عقد مواعدة بالبيع للزبون وبإحدى هذه الصور حسب الاتفاق على النحو الآتي:

1. عقد ايجارة مع الوعد بهبة العين المستأجرة عند الانتهاء من وفاء جميع الإقساط الايجارية على أن تكون الهبة منفصلة.

2. عقد ايجار مع وعد ببيع العين المستأجرة بموجب عقد مواعدة منفصلة مقابل دفع مبلغ (رمزي أو حقيقي) وحقيقي يعني بسعر السوق يدفعه المستأجر في نهاية المدة بعد سداد جميع الأقساط الإيجارية المتفق عليها بين الأطراف.

النموذج المحاسبي والمصرفي:

تقدم عميل لأحد فروع مصرف إسلامي (س) للدخول معه في عملية استثمارية بصيغة الإجارة لعربة شاحنة قيمتها 10.000.000 جنيه سوداني ولمدة سنتين بأقساط شهرية متساوية يبدأ دفع الأقساط بعد شهرين من تنفيذ العملية (فترة سماح لتجهيز الشاحنة) وبهامش ربح 0% في السنة.

تم الاتفاق على تأجير الشاحنة ثم بيعها للعميل بعد سداد آخر قسط بعقد مواعدة منفصل بهبة العين، وعليه تكون العملية الحسابية كالآتي:

قيمة الشاحنة حسب الفاتورة وملحقاتها = 10.000.000 جنيه

هامش الربح (لسنتين) 10.000.000 × 10 × 2 ÷ 100 = 2.000.000

القيمة البيعية = 12.000.000

المبلغ الواجب السداد في نهاية المدة = 12.000.000

شروط التنفيذ:

1. يتم السداد خلال سنتين بأقساط شهرية متساوية.
2. منح الزبون فترة سماح شهرين يبدأ بعدها دفع الأقساط وذلك حتى يتمكن الزبون من تجهيز العربة للعمل.
3. فحص العربة بواسطة جهة مختصة (إذا لم تكن جديدة) للتأكد من سلامتها من أي عيب وأن سعرها مناسب للمبلغ المدفوع.
4. تسجيل وتأمين العربة بأسم المصرف.
5. يمكن أخذ شيكات من العميل ضد التقصير أو الاهمال أو التعدي.
6. أخذ شيكات من العميل بقيمة الأقساط الشهرية لصالح المصرف.
7. تؤول ملكية العربة للعميل بعد سداد آخر قسط بموجب عقد المواعدة بهبة العين.

تطبيق صيغ الإجارة المنتهية بالتمليك:

أطراف التأجير التمويلي:

عندما يقوم المصرف بهذا النشاط التمويلي يكون هو المؤجر ويمكن أن نتصور أطراف عملية التأجير التمويلي كالآتي:

1. المؤجر: وهو المصرف الإسلامي الممول للعملية وهو الذي يقوم بشراء الأصل أو العين بغرض تأجيره إلى المستأجر، وطالما أن الأمر كذلك فهو يقوم بالشراء طبقاً لما يريده المستأجر، أي أن الذي يحدد (المواصفات) الخاصة بالأصل أو العين المستأجرة هو المستأجر، والأصل يتنقل مباشرة من المنتج إلى المستأجر مع احتفاظ المؤجر (المصرف) بكافة حقوقه في امتلاك الأصل.
2. المستأجر: وهو الذي تتم عملية التأجير لصالحه أي أنه يحدد ما يريد استئجاره وهو الذي يستخدم الأصل ويلتزم بدفع الإيجارية في المواعيد المتفق عليها.
3. المنتج: وهو الذي يقوم بتصنيع الأصل محل التأجير بناء على مواصفات المستأجر ويكلفه بذلك المصرف (المؤجر) حيث يقوم الأخير بدفع الثمن والاتفاق على مكان التسليم ويكون بين المصرف والمورد عقد شراء.

الخطوات العملية للإجارة المنتهية بالتمليك:

أولاً: دراسة العملية:

1. يتقدم المستأجر (المتعامل) بطلب إلى المصرف (المؤجر) بتأجير معدات أو سلعة ما، مرفق بالطلب المستندات الآتية:

- دراسة جدوى اقتصادية عن المشروع المطلوب تمويل معداته (إن أمكن).
- طبيعة المعدات أو السلع ومصدرها.
- فاتورة مبدئية بالثمن.
- الضمانات المقدمة للوفاء بالتزاماته تجاه المصرف.
- المدة الإيجارية المطلوبة.
- مركزه المالي.

- الميزانيات – الضرائب – التأمينات.
- السجل التجاري – البطاقة الضريبية.
- أية مستندات أخرى.
- طلب المتعامل هذا يعتبر إيجاباً من جانبه كمستأجر ولا يتم العقد إلا إذا وجد قبولاً من المصرف (المؤجر).
- ويجب أن يحدد في الطلب مواصفات المعدات أو السلع بكل دقة.

2. يقوم المصرف بدراسة موقف المتعامل من خلال:

- الاستعلام عن المتعامل من حيث سمعته الدينية والتزامه الأخلاقي.
- الاستعلام عن سمعة المتعامل ومقدرته المالية والائتمانية والتسويقية وخبرته العملية من مصادر مختلفة.
- إجراء استعلام عن السلعة.
- إذا تم التأكد من موقف التعامل، وموقف السلعة بالسوق يتم أخذ الموافقة من السلطات المخولة باتخاذ القرار في المصرف.

ثانياً: تنفيذ العملية:

1. يقوم المصرف بشراء المعدات أو السلع من البائع، أو العين المراد تأجيرها وتملكها ودفع الثمن المطلوب.
2. يمكن للمصرف أن يمنح توكيلاً للمستأجر في استلام العين أو السلع وإنهاء كل منا يتعلق بها من الجهات الإدارية.
3. يمكن للمصرف إعطاء توكيل للمستأجر بأن يرجع بالضمان مباشرة على البائع في حالة وجود عيوب في تلك المعدات.
4. بعد تحقق المستأجر من المعدات ومطابقتها للمواصفات المطلوبة، التي حددها هو بنفسه سابقاً يقوم بتحرير محضر استلام يقدمه إلى المصرف (المؤجر) فيعتبر بهذا أنه قد تسلم العين، ولهذا المحضر أهمية خاصة، إذ يترتب عليه انتهاء عقد البيع المبرم بين المصرف (المؤجر) والبائع، وانتقال تبعة المعدات إلى المشتري وأيضاً انتهاء عقد الوكالة بالاختيار، والاستلام الموقع بين المصرف والمستأجر.

5. بعد محضر الاستلام يوقع الطرفان عقد الإجار (في هذه المرحلة يتم توقيع عقد الإيجار لأن المصرف قد ملك العين أو الأصل المطلوب ملكية تامة شرعية ولذا جاز له أن يؤجر، أما إذا تم العقد قبل ذلك فالمصرف لم يمتلك ولم يجز الأصل المطلوب).

ثالثاً: المتابعة:

1. يقوم كل من الطرفين المصرف والمتعامل بالالتزامات المفروضة عليهما طوال مدة سريان العقد، حيث يلتزم المصرف بتمكين المستأجر من الانتفاع بالمعقود عليه وذلك بتسليمه العين حتى انتهاء المدة، ويشمل التسليم توابع العين المؤجرة التي لا يتحقق الانتفاع المطلوب إلا بها حسب العرف، كما يلتزم المستأجر بدفع الأقساط الإيجارية في الآجال المحددة المتفق عليها.
2. إعداد تقارير دورية عن المتابعة.

رابعاً: انتهاء عملية الإجارة المنتهية بالتمليك:

عند انتهاء المدة الإيجارية المتفق عليها والتي يكون خلالها عقد الإجارة غير قابل لفسخ يكون أمام المستأجر (المتعامل) خيارات ثلاثة وهي:

- أما أن يرد العين المؤجرة إلى المصرف.
- أو يطلب إعادة التأجير بشروط جديدة.
- أو يملك العين المؤجرة.

ثانياً: بيع السلم والسلم الموازي:

مفهوم بيع السلم والسلم الموازي وتعريفه وأدلة مشروعيته وأركانه وشروطه:

التعريف:

السلم والسلف بمعنى واحد وهو نوع من البيع يدفع فيه الثمن حالاً ويسمى رأس مال السلم، ويؤجل فيه المبيع الموصوف فى الذمة ويسمى المسلم فيه. وإنما سمى سلماً بإعتبار تسليم رأس المال فى المجلس، وسلفاً لتقديم رأس المال على المبيع. ويسمى البائع المسلم إليه.

والمشترى المسلم. فهو إذن: "بيع آجل بعاجل "[1].

المشروعية:

السلم مشروع:

الكتاب والسنة:

قال ابن عباس: أشهد أن السلف المضمون إلى أجل قد أحله الله فى كتابه وأذن فيه ثم قرأ[2]: (يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه) [3].

وعنه قال: قدم النبي صلى الله عليه وسلم المدينة وهم يسلفون فى الثمار السنة والسنتين.

فقال: (من أسلف فليسلف فى كيلٍ معلومٍ ووزنٍ معلومٍ إلى أجلٍ معلومٍ) [4].

وبالإجماع:

قال ابن المنذر: (أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السلم جائز ولأن المثمن المبيع فى البيع هو أحد عوضى العقد، فجاز أن يثبت فى الذمة كالثمن[5].

وبالمصلحة والحاجة:

قال ابن قدامة ولأن بالناس حاجة إليه، لأن أرباب الزروع والثمار والتجارات يحتاجون إلى النفقة على أنفسهم وعليها لتكمل. وقد تعوزهم النفقة، فجوز لهم السلم ليرتفقوا ويرتفق المسلم بالإسترخاص[6].

وتتفق مشروعية السلم مع القواعد العامة ولا يخالف القياس كما يدعى البعض.

الأهداف:

يلبى السلم حاجة قطاعات كبيرة من أصحاب الأعمال على مختلف درجاتهم الصغيرة والمتوسطة والكبيرة ممن لهم استثمارات: زراعية وصناعية

---

(1) تنوير الأبصار مع حاشية بن عابدين الجزء الرابع، ص 281.

(2) المغني الجزء الرابع، ص 304.

(3) سورة البقرة، الآية 282.

(4) منتقي الأخيار مع نيل الأوطار، الجزء الخامس، ص 255.

(5) المغني، الجزء الرابع، ص 304.

(6) المرجع السابق.

وتجارية وما في حكم ذلك. وهى تحتاج لرأس المال العامل نقداً أو عيناً حتى تنتج. فهو يتيح التمويل النقدي للاستثمارات الواعدة كما أنه يغطى طلب كل شخص يحتاج إلى سيولة ما دام قادراً على الوفاء بما يقابلها عند الأجل.

مجالات استخدامه:

كان السلم في الابتداء يستخدم باعتباره صيغة تمويلية فى مجالات الزراعة. ولكنه اتسع مع الزمن ليغطي معظم مجالات الاستثمار كالصناعة والتجارة والخدمات.

المميزات:

1. توفير السيولة للمنتج الذي يحتاجها للاستثمار، كما لا يحتاجها المستثمر المسلم كونها قد قدمت أو سلمت في مجلس العقد، وبالتالي انتقلت لتكون ثمن في موعد التسليم [1].
2. عدم تأثر القوة الشرائية للنقود المستثمرة، فيعمل على المحافظة على المبلغ الأصلي ثمن سلعة حقيقية، بالإضافة إلى قيمة التضخم نتيجة الارتفاعات المحتملة لمعدل الأسعار، لكون المؤجل هو السلعة، وليس النقد.
3. يوفر السلم الدخل المناسب للمسلم، فيحقق له ربحاً نتيجة بيع سلعة خطط لها مسبقاً، كما يعمل على توفير التمويل اللازم للمسلم إليه، وتخفيض تكاليف الإنتاج، بقيمة سعر الفائدة السائد، ويحقق له ربحاً وبصورة مسبقة.
4. يوفر السلم ميزة التكافل بين أفراد المجتمع، ويقلل من تكاليف الإنتاج، ويزيد من العرض ويستخدم مدخلات الإنتاج وخصوصاً المحلية، ويعمل على إدامة التوظيف وتقليل البطالة الموسمية.
5. إن استخدام أداة السلم تعمل على تقليل حجم المخاطر التي تؤثر على الاستثمار، وتعمل على استمرارية الاستثمار مما يؤكد أن هذه الأداة لها ميزات الاستثمار الناجح، وفي ظل دالة الحلال والحرام.

(1) علي محيي الدين القره داغي، السلم وتطبيقاته المعاصرة في السلع والمنافع والخدمات، دار البشائر الإسلامية.بيروت، لبنان، 2011م، ص16.

6. يمكن الاستفادة من عقد السلم لتمويل العجز في موازنة الدولة[1].
7. يختلف السلم عن بيع المعدوم المنهي عنه، لأنّ المبيع في بيع المعدوم معيّن، وهو مجهول الوجود مستقبلاً فقد يوجد وقد لا يوجد ، وهذا غرر فاحش ، بخلاف المبيع سلماً، فإنه معلوم الوجود، من جهة اشتراط كونه غالب الوجود عند الأجل، ثمّ إنه ليس معيناً بل هو موصوف في الذمّة، ويحصل الوفاء في السلم بأي سلعة تتوفر فيها الصفات المتفق عليها، وإذا لم يتوفر المبيع في السلم كان للمشتري أن يمد للبائع أجلاً آخر، كما أن له أن يأخذ بدلاً غير المسلم فيه ، بخلاف بيع المعدوم فإنه إذا لم يوجد المبيع، ضاع الثمن على المشتري، لأنّ المبيع يدخل في ضمان المشتري بمجرد العقد.
8. أحاط الشرع التعامل بالسلم بضمانات عدة، منها، الكتابة والشهادة، ومنها، الكفالة والرهن، بالإضافة إلى جواز الاعتياض عن المسلم فيه والقول بالجواز مناسب للصفقات الكبيرة يجري التعاقد عليها بطريق السلم.
9. إنّ تطبيق عقد السلم في التمويل والاستثمار يساهم في التنمية الاقتصادية، ويوفر السيولة للمشروعات، ويساعد على تسويق المنتجات قبل موسم القطف، ويحقق التعاون بين مختلف الفئات، ويؤمن فرص العمل[2].

أحكام عقد السلم:

صيغة عقد السلم:

ينعقد السلم عند جمهور الفقهاء بلفظ السلم والسلف والبيع وبكل لفظ دل على معناه[3].

---

(1) نزيه حماد، السلم وتطبيقاته المعاصرة، مجلة مجمع الفقع الإسلامي الدولي، عدد9، جزء1، 1993م، ص20.

(2) عدنان محمود العساف، عقد بيع السلم وتطبيقاته المعاصرة، جهينة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003م، ص29.

(3) البدائع، الجزء السابع، ص 3147 – والمغني، الجزء الرابع، ص 304 – المهذب، الجزء الأول، ص 297.

الأحكام والشروط المتعلقة برأس مال السلم:

يشترط لصحة عقد السلم أن يراعى في رأس ماله (الثمن) الأحكام والشروط التالية:

- معلومية رأس مال السلم بما يرفع الجهالة ويقطع المنازعة[1].
- فإذا كان رأس المال نقداً، وهو الأصل، حددت عملته ومقداره وكيفية سداده.
- وإذا كان من المثليات الأخرى حدد جنسه ونوعه وصفته ومقداره.
- وجاز أن يكون عيناً حاضرة مشاراً إليها كالجزاف، سواء كانت من المثليات أو القيميات.
- وجوز المالكية أن يكون رأس مال السلم منفعة عين معينة كسكنى دار لمدة محددة

قبض رأس مال السلم فى المجلس:

يشترط لصحة عقد السلم قبض رأس المال فى مجلس العقد باتفاق بين الفقهاء ورخص المالكية في تأخير رأس المال إلى الأجل القريب (ثلاثة أيام) وحدد قانون المعاملات المدنية الأجل القريب ببضعة أيام (ثلاثة إلى تسعة أيام).

أن لا يكون رأس مال السلم ديناً في ذمة المسلم إليه.

احترازا من أكل الربا اشترط الجمهور فى رأس مال السلم ألا يكون ديناً في ذمة المسلم إليه. فالمدين قد يعجز عن سداد ما عليه من التزام، ولا يقبل الدائن أن ينظره متبرعاً، فيحتال الدائن على أخذ عوض على الأجل فيحمل المدين على أن يفرغ الدين في رأس مال السلم.

وسداً لهذه الذريعة الربوية منع الجمهور هذه المعاملة. فلا يجوز إذن تحويل الالتزامات التي على رجال الأعمال من المصارف إلى رأس مال سلم [2].

الأحكام والشروط المتعلقة بالمسلم فيه:

يشترط لصحة عقد السلم مراعاة الأحكام والشروط التالية فى المسلم فيه (المبيع) وتجدر الإشارة إلى أن معظم أحكام السلم تتعلق بالمسلم فيه. وذلك لأنه العوض المؤجل الذي يبقى محلاً للنزاع طوال فترة العقد.

---

(1) البدائع، ج7، ص1349، المهذب، ج1، 300، المغني، ج4، ص 330، مواهب الجليل، ج4، ص 516.

(2) البدائع، ج7، ص3155، شرح كتاب النيل، ج8، ص640 – نظرية العقد ابن تيمية، ص235.

أن يكون المسلم فيه مما ينضبط بالوصف ويثبت فى الذمة:

المسلم فيه مبيع مؤجل غير معين. ولذلك يشترط فيه أن يكون: مما يجوز بيعه، وتضبط صفاته، ويثبت فى الذمة على نحو لا يبقى بعد الوصف إلا تفاوت يسير تغتفر جهالته، ويتسامح الناس فى مثله عادةً فلا يؤدى إلى النزاع. وما لا يضبط بالوصف ويثبت في الذمة فلا يجوز أن يكون مسلماً فيه لما ينطوي عليه من جهالة مفضية إلى المنازعة ومفسدة للعقد[1].

وبناءً على هذه القاعدة: اتفق الفقهاء على جواز السلم فى المثليات كالمكيلات والموزونات والعدديات (فيسلف فى كيلٍ معلومٍ ووزنٍ معلومٍ إلى أجلٍ معلومٍ) فيحدد المقدار فى كل مبيع بحسب حاله من الأوزان والسعة والعدد. وأن يكون ذلك بوحدات متعارفة للعامة ولا تقتصر معرفتها على المتعاقدين كذراع شخص بعينه. لأنه إذا هلك أفضى إلى الجهالة[2].

أن يكون المسلم فيه مؤجلاً:

اشترط جمهور الفقهاء فى المسلم فيه أن يكون مؤجلاً لوقتٍ معلومٍ ومن ثم منعوا السلم الحال، واحتج الجمهور:

- بالحديث: (من أسلف فليسلف فى كيلٍ معلومٍ ووزنٍ معلومٍ إلى أجلٍ معلومٍ) فأمر صلى اللـه عليه وسلم بمراعاة الأجل. والأمر يقتضى الوجوب.
- وبأن المصلحة التي شرع السلم من أجلها -وهى الحاجة إلى السيولة لأصحاب المشروعات الواعدة ومن فى حكمهم -لا تتحق إلا بتأجيل المسلم فيه.
- وبأنه إذا لم يشترط الأجل كان السلم من قبيل بيع ما ليس عندك الممنوع. وذلك لأنه إذا كان المبيع حاضراً عند المسلم إليه فلا حاجة إلى بيع السلم. وإذا لم يكن المبيع حاضراً مملوكاً للمسلم إليه وطولب بتسليمه فى الحال كان من بيع ما ليس عندك الممنوع.

وذهب الشافعية إلى أن المسلم فيه يجوز أن يكون مؤجلاً كما يجوز أن يكون حالاً والحال عندهم أفضل. وهو رأى لأبى ثور وابن المنذر والإمامية واحتجوا:

---

(1) البدائع، الجزء السابع، ص 3164.

(2) المرجع السابق.

- بقياس الأولى بقول الشيرازي: ويجوز مؤجلاً الآيـة، ويجـوز حـالاً، لأنـه إذا جـاز مـؤجلاً فلأن يجوز حالاً – وهو من الفرز أبعد – أولي.
- وبأن الأجل ينطوي علي الغرر فإذا أمكن التسليم في الحال كان دفعاً للغرر[1].

والأرجح ما ذهب إليه الجمهور لقوة أدلته النـصية والعقليـة، ولواقـع الممارسـة العمليـة، ولضعف ما ذهب إليه الشافعية.

مدة الأجل:

اختلف الفقهاء في حد الأجل الأدنى والأقصى: نظر بعضهم إلى نص الحديث مجـرداً فقـالوا: أقله ما يتحقق به معنى الأجل.. من اليوم واليومين والثلاثة وقـاس بعـضهم ذلـك عـلى خيـار الشرط.

ومنهم من ربط شرط الأجل بحكمة المشروعية، فاستخلصوا من ذلك عللاً منها:

- انتظار نضج الثمار وحصاد الزروع ورواج التجارات وما فى معنى ذلك.
- الاكتساب والتدبير للمسلم فيه.
- التلبث مدة تتغير فيها الأثمان.

وبناءً على تقدير هذه العلل فالمدة المعتمدة عند المالكية خمسة عـشر يومـاً، وهـى شـهر عند الحنفية والحنابلة. وعلى ضوء هذه العلل يمكن التقـدير بالمـدد المـذكورة. وبثلاثـة أشـهر وستة وتسعة وبعام. أما أقصى مدة الأجل فهي إلى ما يجوز إليه البيـع المؤجـل. وقيـل لا حـد لأطوله إلاّ ما يؤدى إلى الغرر أو إلى ما يعتاد من حياة الطرفين.

معلومية الأجل: الشرط في الأجل أن يكون معلوماً. ويتحقق العلم:

بالمدة المحددة تحديداً قاطعاً كاليوم الأول من شهر.. من سنة... ويوم عيـد الفطـر، وبعـد ثلاثين يوماً من الآن وما في معنى ذلك.

ولا تتحقق المعلومية بتعليق الأجل على مجهول كالميسرة وقدوم فلان وحصول المجاعة أو انفراجها وما فى معني ذلك. وأجاز بعضهم التأجيل إلى الميسرة خاصة، وهـو الأصـوب إذا كـان مشترطها معسراً.

---

(1) المهذب، الجزء الأول، ص 297.

واختلف حول الآجال المتسعة كمواسم الحصاد بحسب أنواع الثمار والـزروع فأجـاز هـذه المالكية وهى رواية عند الحنابلة. واعتبر عند الخـلاف ميقـات معظمـه وقتـاً للوفـاء. ومنعهـا الجمهور[1]. ورأى المالكية هو الأصوب وعليه عمل الناس.

أن يكون المسلم فيه عام الوجود في محله:

اشترط جمهور الفقهاء فى المسلم فيه أن يكون عام الوجود بحكم الغالب عند حلول أجلـه حتى يكون فى إمكانية المسلم إليه تسليمه للمسلم. والمقدرة على تـسليم المـسلم فيـه كافيـة لتحقيق هذا الشرط عند الجمهور. في حين يرى الأحناف أن يكـون المـسلم فيـه موجـوداً مـن وقت التعاقد حتى حلول الأجل دون انقطاع خوفاً مـن مـوت المـسلم إليـه. والمـوت عنـدهم يعجل آجال الديون. واستدل الجمهور بحديث ابن عباس الذي لم ينص على الوجود المـستمر. ولو كان شرطاً لنهاهم عن السلم للسنتين والثلاث إذ يلزم منها انقطاع المسلم فيـه فى إثنائهـا. وإنما المقصود القدرة على التسليم، ويكفى تحققها عنـد الأجـل بحكـم الغالـب. وبـأن المـوت والإفلاس فى أثناء الأجل من الطوارئ النادرة وإنما تبنى الأحكـام عـلى الغالـب وبـأن الجمهـور وخاصة الحنابلة لم يسلموا بأن الـديون المؤجلـة تحـل تلقائيـاً بمـوت المـسلم إليـه أو إفلاسـه. ونرجح ما ذهب إليه الجمهور. خاصة وأن حكمة مشروعية الـسلم تقتـضى التيـسير ويتحقـق ذلك بتوافر المسلم فيه عند الأجل.

أن يكون المسلم فيه مطلقاً في الذمة:

ويقصد بذلك أن يكون المسلم فيه عام الوجود ومأمون الانقطـاع عنـد حلـول أجلـه. ويمثـل هذا الشرط مزيد احتياط لدفع الغـرر لتـوفير أسـباب القـدرة عـلى التـسليم. ولـذلك لا يـسمح للمسلم إليه أن يشترط أن يفي بالتزامـه مـن مـصدر محـدود لا يـؤمن انقطاعـه، كالوفـاء مـن مزرعته أو إنتاج مصنعه أو مزارع بلدة صغيرة. وهذا الشرط لا يمنع أن يفي المزارع من مزرعتـه ولا الصانع من مصنعه، وإنما المقصود به أن لا يعلق الوفاء بالـضرورة عـلى مثـل هـذه المـصادر

(1) البدائع، الجزء السابع، ص 3175 – مواهب الجليل، الجزء الرابع، ص 528 – المغني، الجزء الرابع، ص 323.

المحدودة التي تؤدى إلى جهالة التسليم لاحتمال إصابة المزرعة بالجوائح[1]. والأصل أن ينص في العقد على محل التسليم، فإذا لم ينص عليه أعتبر مكان توقيع العقد محلاً للتسليم ما لم يقض العرف بخلاف ذلك.

بيع المسلم فيه قبل قبضه: لا يجوز للمسلم بيع المسلم فيه قبل قبضه.

استبدال المسلم فيه: يجوز للمسلم مبادلة المسلم فيه بشيء آخر- غير النقد - بعد حلول الأجل دون اشتراط ذلك فى العقد. يجوز الاستبدال بجنس المسلم فيه وبغير جنسه بشرط أن يكون البدل صالحاً لأن يجعل مسلماً فيه برأس مال السلم. وأن لا تكون القيمة السوقية للبدل أكثر من القيمة السوقية للمسلم فيه وقت التسليم.

أنواع بيوع السلم: يمكن تقسيم بيع السلم إلى الأنواع التالية:

أ. السلم المقسط:

وصورته: تسليم المسلم فيه على دفعات، مثال: اسلم في طن من الأرز على خلال سنة كل شهر 111 كيلوجرام، وقد أجازه الجمهور قياساً على بيع التقسيط، وإذا فسخ العقد يتم حساب القيمة بالتساوي، ويمكن الاستفادة منه في تعاقد المنتجين مع الموزعين على أن يتم التسليم بشكل جزئي. ومن أمثلته : لعقود التي تتم بين الأفراد وشركات توزيع الصحف والمجلات.

ب. السلم الموازي:

هو بيع سلم مستأنف في ظاهره وشكله القانوني مع الاعتماد فيه على عقد سلم سابق. كأن تشتري محفظة المصارف التجارية بالسودان كمية محددة من القطن من مزارعي مشروع الجزيرة. ثم تقوم المحفظة - رب السلم فى العقد الأول - بإنشاء عقد سلم جديد مع مصانع الغزل والنسيج، فتبيع لهم عن طريق عقد السلم قطناً بذات المواصفات للمبيع في العقد الأول دون أن يعلق العقد الثاني على نفاذ العقد الأول، غير أن نية المحفظة منطوية على أن تتسلم السلعة من المزارعين في مواعيدها وتقوم بتسليمها للمشترين في العقد الثاني. وما دام السلم الموازى غير مرتبط قانوناً بعقد السلم الأول فينبغي جوازه على ذات المنهج

(1)- البدائع، الجزء السابع، ص 3171، والمغني، الجزء الرابع، ص 326.

الذي أجيز به عقد الاستصناع الثاني في المقاولات. ولكن بشرط عدم جواز تسلسل البيع في السلم الموازى. تماماً كما في القبض الحكمي لمستندات الشحن. فهي تقوم مقام القبض الحقيقي للسلعة.

ولكن لا يجوز للمشترى بالقبض الحكمي أن يقوم بدوره ببيعها لشخص ثالث لأن التداول سيصبح فى مستندات. وبناءً على ذلك لا يجوز إصدار سندات سلم قابلة للتداول.

هو أن تبيع مؤسسة التمويل في الذمة سلعاً من جنس ما أسلم فيه، دون الربط بين العقدين. أو هو أن يبرم العاقد صفقة شراء بالسلم، ثم يبرم صفقة بيع بالسلم دون ربط بينهما، ويعزم على أن ينفذ الصفقة الثانية مما يتسلمه من الصفقة الأولى، ومثال ذلك أن يأتي مزارع إلى مؤسسة التمويل، ليبيعها محصوله من الزيتون، ويسلمها في وقت قطف الزيتون، وتدفع مؤسسة التمويل الثمن للمزارع، وتقوم المؤسسة بالتعاقد مع طرف آخر لبيعه كمية الزيتون بتاريخ آخر متفق عليه، ويتم ذلك من خلال عقدين منفصلين. والسلم الموازي أجازته الهيئات العلمية الشرعية المعتبرة. وتطبق المصارف الإسلامية السلم الموازي بأن تبيع في الذمة سلعاً من جنس ما أسلم فيه دون الربط بين العقدين. بشروط وضوابط قررها الفقهاء. ويعتبر السلم أداة تمويل شرعية ذات كفاءة عالية في الاقتصاد الإسلامي، يستفيد منها المزارعون والصناعيين والمقاولون وغيرهم.

أحكام عامة:

الإقالة:

السلم من العقود اللازمة، ومتى إنعقد العقد لا يجوز لأحد طرفيه أن ينفرد بالتحلل من التزاماته إلا بالاتفاق على ذلك بين طرفيه عن طريق الإقالة، والإقالة رخصة عامة لقوله صلى الله عليه وسلم "من أقال مسلماً (نادماً) بيعته أقال الله عثرته يوم القيامة"[1].

ولذلك صحت الإقالة بشروطها في عقد السلم والإقالة فسخ لعقد السلم والرجوع للحالة التي كان عليها المتعاقدان قبل الانعقاد. وتجوز الإقالة في كل

(1) رواه أبو داود وابن ماجة وصححه بن حبان والحاكم – بلوغ المرام مع سبل الإسلام، جزء الثالث، ص 61.

المسلم فيه في مقابل كل رأس المال باتفاق. كما تجوز فيما تبقى من المسلم فيه في نظير ما يقابله من رأس المال [1].

تسليم المسلم فيه قبل أجله أو عنده:

1. يجب على المسلم إليه الوفاء بالمسلم فيه عند أجله للمسلم على ما يقتضيه العقد من الصفة والقدر. كما يجب على المسلم قبوله سواء كان فى قبوله ضرر أو لا.
2. فإذا قضاه المسلم إليه بصفة أجود لزم المسلم قبوله بشرط ألا يطلب المسلم إليه ثمناً للصفة الزائدة، وهو من قبيل حسن القضاء.
3. فإذا قضاه بما هو دون الوصف وقبله المسلم جاز، بشرط ألا يأخذ الأخير ثمناً لفوات الوصف وهو عندئذٍ من قبيل حسن الاقتضاء.
4. لا يجوز التسليم من نوع آخر ولو من جنس المسلم فيه إلا على أساس الاستبدال بشروطه انظر البند 2.
5. يجوز قضاء المسلم فيه قبل الأجل، بشرط أن يكون المسلم فيه على صفته وقدره فإن لم يكن للمسلم عذر يمنع التسلم ألزم به وإلا لا يجبر.
6. إذا عجز المسلم إليه عن التسليم بسبب الإعسار ينظر إلى ميسرة.
7. لا يجوز الشرط الجزائي عن التأخير في تسليم المسلم فيه.

تعذر وجود المسلم فيه أو بعضه عند الأجل:

إذا انقطع المسلم فيه عن الأسواق بحيث لم يستطع المسلم إليه الحصول عليه عند أجله، يكون المسلم بالخيار في:

- أن يفسخ العقد ويرجع برأس ماله.
- أن يصبر حتى يتوافر المسلم فيه بالأسواق[2].
- وأن يستبدل به غيره.
- وتصدق الأحكام أعلاه فيما إذا تعذر وجود المسلم فيه فى جزء منه.

---

(1) البدائع، الجزء السابع، ص 3179 – المهذب، الجزء الأول، ص 302.

(2) البدائع، الجزء السابع، ص 3179 – المهذب، الجزء الأول، ص 302.

الحوالة والرهن والكفالة بالمسلم فيه:

- يجوز عند الجمهور الحوالة والرهن والكفالة بالمسلم فيه لجواز ذلك في الديون عموماً ومنها دين السلم (المسلم فيه).

- لم نفرد السلم الموازى بشيء من الأحكام العامة أو الخاصة. ذلك لأنه عند انعقاده فهو عقد سلم مستقل تطبق عليه أحكام عقد السلم العامة والخاصة.

الغبن:

هو مفهوم إسلامي الهدف منه الحفاظ على روح التراضي التي تستوجب أن تكون متوفرة في كل عقود المعاملات المالية الإسلامية وذلك وفقاً لقوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُواْ لاَ تَأْكُلُواْ أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلاَّ أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ وَلاَ تَقْتُلُواْ أَنفُسَكُمْ إِنَّ اللـهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا﴾ (سورة النساء: الآية 29).

وإزالة الغبن تعني مراجعة لفرق السعر بين السعر الجاري لحظة تسلم المسلم فيه وبين السعر المتفق عليه بين المتعاقدين في مجلس العقد عند تسليم رأس مال السلم.

وتتم معالجة فروق الأسعار بنسب معينة برضاء الطرفين إذا ما تجاوز هذا الفرق حداً معيناً يتفق عليه حسب تقلب الأسعار في كل موسم وهي معالجة اجتهادية عادلة لتخفيف الضرر على الطرف المتضرر حيث لا ضرر ولا ضرار في الإسلام. سيتم التطرق لمثال توضيحي لكيفية إزالة الغبن في المصارف الإسلامية (المحور الثالث).

مجالات التطبيق لبيع السلم والسلم الموازي ومخاطره ومصادر مخاطره:

أهم الخطوات والإجراءات العملية لتنفيذ بيع السلم:

يتقدم الزبون (المسلم إليه) بطلب إلى المصرف يطلب تمويله عن طريق عقد السلم مبيناً جنس المسلم فيه ونوعه وصفته ومقداره والثمن الذي يطلبه، ويقوم المصرف بإجراء الدراسة للاستوثاق من المعلومات المطلوبة التي تمكن من اتخاذ القرار المناسب على النحو التالي:

1/ معلومات عن المسلم إليه:

أ-عنوانه ومقر عمله والمؤسسات التي يتعامل معها.

ب-الوضع القانوني للمسلم إليه.

جـ -طبيعة عمله (زراعة – صناعة – صادر... إلخ) وعلاقة ذلك بالطلب المقدم.

د – تقديم آخر ثلاث ميزانيات مراجعة (إن وجدت).

هـ -الامتيازات الممنوحة للزبون إن وجدت.

و – درجة وفائه بالتزاماته لدى المصرف والجهاز المصرفي عموماً، مع تحديد حجم معاملاته مع البنك خلال فترة عام.

ز – عدم وجود تمويل متعثر أو ارتداد شيكات للمسلم إليه.

2/ معلومات عن المسلم فيه (المبيع):

أ- تحديد جنس البيع – نوعه – صفته – وقدره على أن يوصف وصفاً مميزاً له عن غيره، وإمكانية توافره في أجل التسليم أو الاتفاق على التاريخ الأنسب وعلى مكان التسليم وكيفيته.

ب- توافق رأس المال (الثمن) مع المبيع المؤجل أو المناقشة بغرض الاتفاق على الثمن المناسب للطرفين.

جـ - طبيعة المسلم فيه (المبيع) هل يقع ضمن الأنشطة المسموح للمسلم إليه ممارستها وفق عقد ولائحة التأسيس[1].

د – مدى مطابقة المسلم فيه للسياسة التمويلية والاستثمارية للمصرف المعني.

هـ - أفضلية المسلم فيه الاجتماعية.

و – الاتجاه المستقبلي المتوقع لسياسة الدولة فيما يتعلق بنوع المسلم فيه هل متوقع تشجيعه أو الحد منه.

---

(1) د.الصادق عبد الرحمن الغرياني. المعاملات في الفقه المالكي (أحكام وأدلة): بيروت، لبنان، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007م.

3/ معلومات عن الضمانات:

أ-نوع الضمان أو الضمانات.

ب-مدى قابلية الضمان أو الضمانات للبيع.

جـ -قيمة الضمان (أن تكون أعلى من القيمة المتوقعة).

4/ أية معلومات أُخرى:

أ- السقف المتاح للمصرف في المجال موضوع التمويل.

ب- مدى توفر السيولة.

جـ -تحديد بداية تصفية التمويل ومكانه.

د – عدم تعارض الطلب مع أُسس وضوابط منح التمويل الصادرة عن البنك المركزي وسياسة المصرف الاستثمارية.

عند استيفاء المعلومات المطلوبة يوصي الدارس:

أ-بالموافقة ويكون لجهات التصديق الرأي الأخير.

ب-أو بالرفض للأسباب التي يرونها ويرفع الأمر لجهات التصديق بحسب درجاتها.

إذا كانت المعلومات مستوفاة تقرر الجهة المعنية:

-بالموافقة على الرفض.

-التصديق بالعملية للأسباب التي تراها.

إذا تم التصديق على العملية (سلماً أو سلماً موازياً) فإن على المصرف:

أ- وصف السلعة وصفاً نافياً للجهالة على نحو ما ورد في الأحكام الفقهية.

ب- تسليم (أو تسلم) رأس المال في المجلس، حقيقة أو حكماً.

جـ - أخذ الضمان اللازم[1].

د - تحرير عقد حسب النماذج مع توقيع طرفيه وشاهديه.

هـ- متابعة تنفيذ العملية.

---

(1) د.عبد الرزاق رحيم جدي الهيتي. المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 1998م.

و – تمام التصفية النهائية وما يتبعها مـن إعـسار أو مطـل عـلى نحـو مـا ورد بالأحكـام الفقهية.

مجالات التطبيق لبيع السلم:

- يصلح بيع الـسلم للقيـام بتمويـل عمليـات زراعيـة حيـث يتعامـل البنـك الإسـلامي مـع المزارعين الذين يتوقع أن تتوفر لهم الـسلعة في الموسـم مـن محاصـيلهم أو محاصـيل غيرهم التي يمكن أن يشتروها ويـسلموها إذا خفقـوا في التـسليم مـن محاصـيلهم. في قدم لهم بهذا التمويل خدمات جليلة ويدفع عنهم كل مشقة لتحقيق إنتاجهم.
- يستخدم بيع السلم كذلك في تمويل المراحـل الـسابقة لإنتـاج وتـصدير الـسلع والمنتجـات الرائجة وذلك بشرائها سلما وإعادة تسويقها بأسعار مجزية." يطبق بيع السلم في قيام البنك بتمويل الحرفيين وصغار المنتجين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج كرأس مال سلم مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها.
- يمتاز بيع السلم باستجابته لحاجات شرائح مختلفة ومتعددة من الناس سواء من المنتجين الزراعيين أو الصناعيين أو المقاولين أو من التجار، واستجابته لتمويل نفقـات التـشغيل والنفقات الرأسمالية.
- يطبق بيع السلم في قيام المصرف بتمويل الحرفيين وصغار المنتجين عـن طريـق إمـدادهم بمستلزمات الإنتاج كرأس مـال سـلم مقابـل الحـصول عـلى بعـض منتجـاتهم وإعـادة تسويقها[1].

مصادر المخاطر وعلاقتها ببيع السلم:

ونستعرض الآن مخاطر الاستثمار التي يتعرض لها وعلاقتها ببيع السلم وهي:

1- مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات: تنـشأ هـذه المخـاطر عـن تغيـير في سـلامة المركـز المـالي للمنـشأة وعـدم قـدرتها عـلى سـداد مـا عليهـا من التزامات وأموال مقترضة أو سـدادها بخـسارة أي بمبـالغ مقترضـة

(1) د.محمود حسن صوان. أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، عـمان، الأردن: دار وائـل للطباعـة والنـشر، الطبعـة الأولى، 2001م، المكتبة القومية بشارع ميزران.

جديدة مما يضاعف الالتزامات وعادة ما تصيب المستثمرين الذين يتم تمويلهم بالهامش.

2- مخاطر السوق: تكون هذه نتيجة التغيرات الداخلية والخارجية أي أنّ الأحداث الداخلية والإقليمية والعالمية تؤثر على هذا النوع من المخاطر للتطور الكبير في مجال الاتصالات والمعاهدات والاتفاقات الدولية مثل منظمة التجارة العالمية.

3- مخاطر القوة الشرائية أو التضخم: مخاطر القوة الشرائية هي تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار، فقط لا يكون هذا الارتفاع حقيقي ولكن وهمي والذي يسببه التضخم.

4- مخاطر الإدارة: نتيجة هذه المخاطر عن قرارات خاطئة في مجال الإنتاج أو التسويق أو الاستثمار أو التشغيل وتترك آثار غير إيجابية على وضع المنشأة مما يؤدي إلى تخفيض الأرباح.

5- مخاطر الصناعة: وتنشأ هذه المخاطر عن عدم توفر المواد اللازمة للإنتاج كمدخلات الإنتاج (Input) أو تسبب تلوث في البيئة، أو تغير أذواق المستهلكين.

6- مخاطر سعر الفائدة: تنشأ مخاطر سعر الفائدة نتيجة للتغير في مستوى الفوائد في السوق والتي تؤثر سلباً على العوائد المتوقعة من الاستثمار الممولة في حال الارتفاع.

ومن خلال ما تقدم من عرض لمفهوم بيع السلم وتعريف مخاطر الاستثمار ومصادره التي تم التطرق إليها فإن الكثير من هذه المخاطر لا علاقة لها بالسلم كون السلم بيعاً وهذه تكون جلية وفي أدوات ووسائل لها صلة وعلاقة مباشرة بالاستثمارات المالية كالسندات والأسهم التي تنتهي علاقتها بواقع الاقتصاد الحقيقي (السلع والخدمات) [1].

ومما سبق ذكره يلاحظ الآتي:

---

(1) د. عز الدين الخوجة. فقه المعاملات الميسر بالأشكال التوضيحية والمشجرات، ط1 1993م، ط2 1995م.

1. مخاطر عدم السداد لا تؤثر على السلم كون السلعة بيعاً مؤجل والنقد فيه هو المعجل به، ومن هنا فبيع السلم لا يتأثر بذلك لاعتماد مفهوم عدم السداد على فكرة القرض بفائدة الذي يحرمه الإسلام.
2. مخاطر سعر الفائدة لا تؤثر في بيع السلم أيضاً وذلك لأنّ التشريع الإسلامي يحرم التعامل بالربا أو الفائدة لإعتماده على قاعدة الحلال والحرام، وبالتالي فإن هذه المخاطر غير موجودة في السلم ما ينطبق على الفائدة وعدم السداد ينطبق على مخاطر الإدارة والصناعة والرفع المالي والتشغيلي، لاعتمادهم على الاقتراض وما يترتب عليه من سعر فائدة.
3. مخاطر القوة الشرائية "التضخم" ومخاطر السوق تكون في أضيق نطاق ممكن بتأثيرها على السلم اعتماداً على ما يلي: إنّ بيع السلم يوزع المخاطر بين طرفي (العملية) أو البيع، حيث تكمن مخاطر التضخم بانخفاض القيمة المستقبلية للنقود كون دفعات النقود آجلة والتي تضعف القوة الشرائية لها لارتفاع الأسعار، وفي حال السلم فإن النقود تسلم في مجلس العقد بقيمتها الحالية لسلعة سوف يستلمها في المستقبل مما ينفي وجود تضخم على المسلم "المشتري"، ويكون ربحه الأولي هو الارتفاع الحاصل في معدل التضخم عند موعد التسليم، كما أن مدة عقد السلم قصيرة جداً مما يعني تجنب المخاطر كون العلاقة بين الزمن ومخاطر التضخم طردية، أما بخصوص المسلم إليه "البائع" فإنّ مخاطر التضخم لا تؤثر عليه فقد حصل على ثمن البضاعة في مجلس العقد وتصرف بها لمستلزمات الإنتاج في حينه، وكذلك حقق ربحاً أولياً بقيمة تكلفة الفرصة البديلة التي عادة ما تقاس بسعر الفائدة.

إنّ مخاطر السوق إن وجدت تكون في أدنى صورة من صورها كون المسلم "المشتري" حين أقدم على التعامل مع عقد السلم وشراء السلعة كان بناء على طلب المستهلكين "السوق" كان داخلياً أو خارجياً

وضمن مواصفات يعرفها وقد نص العقد بهـذه والمواصـفات ووقـت اسـتلامها ضـمن السعر المناسب وهذا كله مبني على معرفة وخبرة ودراية تفضي إلى أن تكـون قريبـة مما خطط له واعتماداً على دراسة تاريخية لسلسلة زمنية لأسعار هذه الـسلع محـل العقد ويمكن التنبؤ بذلك من المعرفة البديهية بأن أسعار السنة الـسابقة عـلى كميـة السنة اللاحقة، وكذلك فإن البائع لديه الخبرة بثمن سلعته في حينها تقديراً، لاعتماده على تكاليفه الصريحة وخبرته في التكاليف الضمنية.

المشاكل والمخاطر التي تواجه التمويل بالسلم وحلولها:

بالإضافة إلى ما ذكر هناك أيضاً عدد من المشاكل والمخـاطر التـي تواجـه التمويـل بـصيغة السلم والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

1. مماطلة المسلم إليه في الوفاء بالتزاماته حجة أنه معسر أو أن موسمه الزراعـي كـان رديئاً، أو أنه قد غبن في محصوله.
2. صعوبة قيام البنك باستلام المحصول ثم تسويقه وبيعه والمخاطر التـي تهـدده جـراء انخفاض الأسعار أو تعرض المحصول للتلف من بعد استلامه[1].

الحلول المقترحة لمواجهة هذه المخاطر:

1. حل المشكلة الأولى وهي مماطلة المدين (المسلم إليه) فيجب على الممول أن يحتاط منذ البداية لنفسه فلا يقدم التمويـل إلا بعـد فحـص حالـة العميـل والاطمئنـان إلى استقامته وحسن معاملته، والتأكد من إمكانيته، وقدرته على الوفاء بالتزاماته، وأخذ ضمانات كافية منه يمكن السداد منها في حالة مماطلته أو تهربـه عنـد الـدفع، فـإذا قام المصرف بذلك فإنّ نسبة المخاطر ستكون أقل في هذه الحالة، مع مراعـاة التأكـد من حالة العميل إذا كان مماطلاً أو معسراً.

(1) محمد عبد المنعم أبو زيد، المخاطر التي تواجه استثمارات المؤسسات المصرفية الإسلامية، مؤتمر دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية، جامعة الشارقة، كليـة الـشريعة، مـصرف الـشارقة، أبـو ظبـي، 26-28 صفر 1423هـ ص7-13.

فإذا كان معسراً فنظرة إلى ميسرة، إذا لم يتيسر الحال للمصرف أن يسترد رأس ماله منه أو من الضمانات المقدمة.

وإن ادعى رداءة الموسم فلا علاقة للمسلم بموسمه لأنه اشترى منه سلعة موصوفة بالذمة ولو قيدها بالموسم لفسد العقد.

لذلك عليه أن يسعى للحصول على السلعة حسب المواصفات المطلوبة، وأن يقدمها له وإلا أجبر باللجوء إلى القضاء.

وفي حالة أنهت مغبون في السعر الذي باع به محصوله فباستطاعته أن يرفع شكواه إلى المحكمة، فيتصالحان فيما بينهما أن كان صادقاً ويجبر قضاء على الوفاء بالتزاماته في حالة الإدعاء.

2. أما المشكلة الثانية فإنّ ميزة رأس المال في الإسلام المخاطرة، وهذا لا يعني أنّ لا يحتاط صاحبه لنفسه، بل عليه أن يدرس العملية ويتفحص جوانبها المختلفة وتقييمها ومعرفة مدى الأرباح المتوقعة منها، وحجم المخاطرة فيها ثم يأخذ قرار الاستثمار فيها سلباً أو إيجاباً.

ويهيئ المصرف نفسه للقيام بمثل هذه الأمور من أجل الاستثمارات المباحة التي سيقوم بها.

فيؤمن امتلاكه للكوادر الفنية، والمخازن ووسائط النقل، وبذلك يتلافى المصرف المشاكل منذ البداية فيأخذ الحيطة والحذر.

ويمكننا القول في هذا الصدد أنّ صيغة السلم ليست من الخطورة البليغة التي تدفع المصرف لتحاشي الدخول فيها فهي أكثر ضمانة وأقل مخاطر بالمقارنة بغيرها من الصيغ وخاصة المضاربة والمشاركة.

الخطوات العملية لبيع السلم والسلم الموازي المتبع ببيع حال أو مؤجل:

تتمثل الإجراءات العملية لتنفيذ بيع السلم والسلم الموازي كما تقوم به المصارف الإسلامية في الآتي:

1-طلب الشراء:

يتلقى المصرف الإسلامي طلباً من العميل يوضح فيه رغبته في تمويل سلعة معينة وبمواصفات محددة معروفة على أن يدفع المصرف للعميل ثمنها معجلاً ويكون الاستلام مؤجلاً.

ويحرر العميل نموذج يسمى طلب تمويل سلعة (شئ) بصيغة السلم ومن أهم البيانات التي تظهر في هذا الطلب ما يلي:

أ. مواصفات وكمية السلعة موضوع السلم.

ب. الثمن المقترح لهذه السلعة في ضوء المعلومات المتاحة ومقدار التمويل.

ج. بعض المستندات المتعلقة بالعميل.

د. ميعاد وشروط التسليم ومكانه.

2- دراسة جدوى طلب:

يقوم قسم الائتمان في المصرف الإسلامي بدراسة طلب العميل من جميع النواحي مع التركيز على:

أ. التحقق من صحة البيانات والمعلومات الواردة عن العميل.

ب. دراسة السلعة وسوقها موضوع السلم من ناحية المخاطر والقابلية للتسويق.

ت. دراسة النواحي الشرعية للسلعة موضوع السلم.

ث. دراسة ثمن الشراء ونسبة الربح.

ج. دراسة الضمانات والكافلات المقدمة من العميل.

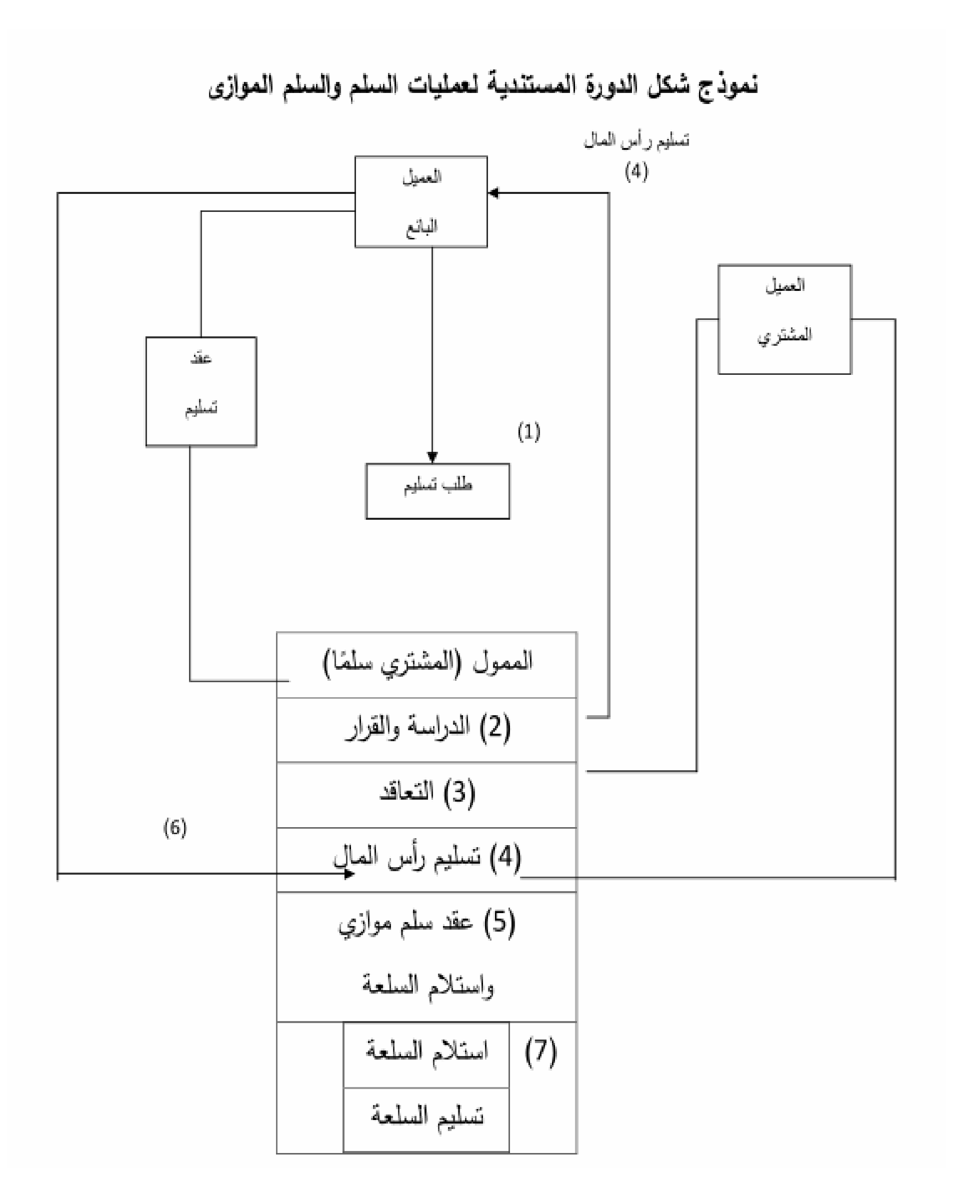
ح. دراسة إمكانية التسويق وتنفيذ السلم الموازي(1).

3 -إبرام عقد السلم الأول:

في حالة الموافقة من قبل المصرف على تنفيذ العملية بعد بيان جدواها يحرر عقد بيع السلم بين المصرف (المشتري) والعميل (البائع).

---

(1) بنك السودان المركزي، نماذج العقود الصادرة عن الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، 2008م، السودان.



المصدر: د. محمد عبد الحليم عمر، مدير مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر

صيغ التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة القائمة على أسلوب الدَّين التجاري والإعانات.

المعالجات المحاسبية لبيع السلم والسلم الموازي كما تقوم به المصارف الإسلامية:

أ- الإطار العام لمراحل المحاسبة على السلم:

-التعاقد على السلم، التعاقد على شراء المصرف سلماً، التعاقد على بيـع المـصرف سـلماً موازياً.

-الإفصاح عن عمليات السلم، قبل الاستلام والتسليم، بعد الاستلام والتسليم.

-قضايا التسليم والتسلم ،تسليم السلعة المتعاقد عليها فى الموعد، تسليم سلعة أخـرى بدلاً من المتعاقد عليها.

-التوقف عن التسليم فى الموعد.

ب - المحاسبة على مرحلة التعاقد فى السلم:

التعاقد وتسليم المصرف الثمن نقداً للعميل.

يتم إثبات العملية بالمبلغ المسلم إلى العميل دفعه أو وضعه تحت تـصرفه باسـم حـساب التمويل بالسلم بالقيد.

- من ح/ التمويل بالسلم (ذمم سلم باسم العميل).

- إلى ح/ النقدية.

إذا كان رأس المال (الثمن) عيناً أو منفعة يتم إثباته بنفس الشروط السابقه ونفـس القيـد ولكن يقاس الثمن بالقيمة العادلة للعين أو المنفعة التى يتم الاتفـاق عليهـا وإذا وجـد فـرق يسجل مكسباً أو خسارة.

التعاقد على بيع المصرف لـسلم مـوازى وقـبض الـثمن، يـتم إثبـات العمليـة عنـد القـبض بالقيد:

- من ح/ النقدية.

- إلى ح/ المطلوبات (سلم موازي-اسم العميل).

ج - الإفصاح عن عمليات السلم:

1 - الإفصاح قبل التسلم والتسليم:

- في عمليات السلم: تظهر بالمبلغ المسلم للعميل باسم حساب التمويل بالسلم فى جانب الموجودات بقائمة المركز المالى وإذا وجد احتمال قوى بعد وفاء العميل بالتسليم أو انخفاض القيمة السوقية للسلم يكّون مخصص بقيمة العجز.
- في عمليات السلم الموازي: تظهر بالمبلغ المقبوض من العميل باسم السلم الموازي ضمن المطلوبات بقائمة المركز المالي.

2-الإفصاح بعد الاستلام:

تسجل السلعة المستلمة عند الاستلام ضمن الموجودات باسم حساب البضاعة بالتكلفة التاريخية أى ما سبق أن دفعه المصرف للعميل. وإذا حلت نهاية الفترة المالية والبضاعة ما زالت لدى المصرف تقاس بقيمة السوق أو التكلفة أيهما أقل.

د -المعالجة المحاسبية لقضايا الاستلام والتسليم للسلم:

1 – حالة استلام المصرف المسلم فيه مطابقاً للعقد: ويسجل بالتكلفة موجودات بالقيد:

- من ح / البضاعة .
- إلى ح / التمويل بالسلم (اسم العميل).

وعند بيع البضاعة:

- من ح / النقدية أو الذمم.
- إلى ح / البضاعة.
- إلى ح / ربح السلم.

2 -حالة استلام صنف آخر من نفس الجنس المتعاقد عليه أو جنس آخر:

-إذا تساوت القيمة السوقية للمستلم مع القيمة الدفترية للمسلم فيه يتم قياس البدل بالقيمة الدفترية وتسجل العملية مثل الحالة السابقة.

إذا كانت القيمة السوقية للمستلم أقل من القيمة الدفترية، تسجل البضاعة بالقيمة السوقية وإثبات الفرق خسارة بالقيد:

-من ح/ البضاعة.

-من ح / الخسائر.

-إلى ح / التمويل بالسلم.

3 -في حالة تسليم المصرف السلعة المتعاقد عليها فى السلم الموازي:

يتم إثبات الفرق بين المبلغ الذي سبق تسلمه من العميل وبين تكلفة السلعة المسلمة منه ربحاً أو خسارة بالقيد:

- من ح / المطلوبات (السلم الموازي).

- إلى ح / البضاعة.

- إلى ح / ربح السلم الموازي.

هـ - المعالجة المحاسبية للتوقف عن التسليم:

- إذا كان العجز أو التوقف عن التسليم بعذر مقبول يختار المصرف إما الانظار وتمديد العقد تبق القيمة الدفترية كما هى ولا توجد معالجة محاسبية.

- أو فسخ العقد، واسترداد ما دفعه ويسجل بالقيد:

- من ح / النقدية.

- إلى ح / التمويل بالسلم.

وإذا لم يستلم ما دفعه بعد يسجله ذمماً على العميل بالقيد:

- من ح / ذمم مدينة (العميل).

- إلى ح / التمويل بالسلم.

-إذا كان التوقف بسبب مماطلة العميل وتقصيره يفسخ العقد ويستوفى المصرف حقه ممثلاً فى ما دفعه ثمناً وأية مبالغ إضافية يتقرر تحميل العميل بها جزاء على مماطلته نقداً أو من الضمانات أو تسجل ذمما عليه (الفقرة 14 و15 و16 من المعيار) والقيود المحاسبية لذلك هى:

×× من ح / ذمم مدينة (العميل).

×× إلى ح / التمويل بالسلم.

ثم:

- من ح / المطلوبات (تأمينات أو ضمانات).

- من ح / النقدية.

- إلى ح / ذمم مدينة (العميل).

الفصل الثامن

أدوات التمويل في الإسلام

المزارعة ـ المساقاة ـ الاستصناع ـ التورق

البيع الآجل ـ القرض الحسن

أولاً: عقد المزارعة:

1.1. فضل المزارعة:

قال القرطبي: الزراعة من فروض الكفاية، فيجب على الإمام أن يجبر الناس عليها، وما كان في معناها من غرس الأشجار.

أ. روى البخاري ومسلم عن أنس أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: (ما من مسلم يغرس غرساً أو يزرع زرعاً فيأكل منه طير أو إنسان أو بهيمة إلا كان له به صدقة).

ب. وأخرج الترمذي عن عائشة قالت: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (التمسوا الرزق من خبايا الأرض).

2.1. تعريف المزارعة:

لغة: المعاملة على الأرض ببعض ما يخرج منها، أو هي طريقة لاستغلال الأراضي الزراعية باشتراك المالك والزارع في الاستغلال، ويقسم الناتج بينهما بنسبة يُبينها العقد أو العرف.

اصطلاحاً: إعطاء الأرض لمن يزرعها على أن يكون له نصيب مما يخرج منها كالنصف أو الثلث أو الأكثر من ذلك أو الأدنى حسب ما يتفقان عليه.

3.1. مشروعية المزارعة:

الزراعة نوع من التعاون بين العامل وصاحب الأرض فربما كان مالك الأرض عاجزاً عن الزراعة فشرعها الإسلام رفقاً بالطرفين.

والمزارعة عمل بها الرسول صلى الله عليه وسلم وعمل بها أصحابه من بعده، وروى البخاري عن ابن عمر رضي الله عنهما أنّ رسول الله صلى الله عليه وسلم عامل أهل خيبر بشطر ما يخرج منها من ثمر أو زرع. متفق عليه.

وقال محمد الباقر بن علي بن الحسين رضي الله عنهم:ما بالمدينة أهل بيت هجرة – يعنى المهاجرين من مكة - إلا يزرعون على الثلث والربع.

وزارع علي رضي اللـه عنه وسعد بن مالك رضي اللـه عنه وعبد اللـه بن مسعود وعمر بن عبد العزيز والقاسم وعروة وآل أبي بكر وآل عمر وآل علي وابن سيرين. رواه البخاري.

قال في المغني: هذا أمر مشهور عمل به رسول اللـه صلى اللـه عليه وسلم عامل حتى مات، ثم خلفاؤه الراشدون حتى ماتوا، ثم أهلوهم من بعدهم.

4.1. خصائص عقد المزارعة:

يتضح من التعريف السابق أنّ المزارعة تتميز بالخصائص الآتية:

1-أنها إيجار عن طريق المشاركة في استغلال الأرض.

2-أنّ لشخصية المزارع اعتبار خاص ولذلك لا يجوز له النزول من المزارعة إلى غيرها أو التأجير من الباطن.

3-أن الأجرة في المزارعة حصة معينة من الناتج وليست مبلغاً محدداً سلفاً عند التعاقد.

5.1. تتميز المزارعة عن المشاركة:

أ-المشاركة في عقد المزارعة لا تكون في صافي الأرباح أو في صافي الخسائر كما هو الحال في عقد الشركة، بل يكون نصيب المؤجر عبارة عن حصة في نفس المحصول الناتج عن الأرض.

ب-نية المتعاقدين الحقيقية في المزارعة لا تنصرف إلى تكوين شخص معنوي مستقل منها في مواجهته بل تنصرف نيتهما إلى التزام كل منهما في مواجهة الآخر التزاماً متبادلاً حيث يلتزم المؤجر بتمكين المستأجر من الانتفاع بالأرض محل المزارعة ويلتزم المستأجر بالأجر العيني المتمثل في نسبة من المحصول.

أركان المزارعة:

1-التراضي: تنعقد كغيرها من العقود بالإيجاب والقبول من المتعاقدين المؤجر (مالك) والمستأجر (المزارع).

2-العين المؤجرة: يجب أن تكون العين أرضاً زراعية عراء أو أرض زراعية مغروسة بالأشجار كأرض الجنائن.

3-مدة المزارعة: يشترط لصحة المزارعة أن تعين له مدة متعارفة لا مدة قصيرة بحيث لا يتمكن فيها من المزارعة ولا طويلة بحيث لا يعيش أحد إليها غالباً.. فإن سكتا عن المدة صحت المزارعة ووقعت على زرع واحد.

ركن الأجرة: يقسم المحصول بين المتعاقدين على الوجه الذي اشترطاه وقد اشترط فقهاء الحنفية لتوزيع الناتج من الزرع الشروط الآتية:

أ- أن يكون هذا الناتج مذكوراً في العقد.

ب- أن يكون المتحصل لهما معاً، فإذا اشترط أي المتعاقدين أن يكون الخارج كله لأحدهما دون الآخر لا يصح عقد المزارعة.

ج-أن تكون حصة كل من المتعاقدين من نفس الخارج.

د- أن يكون نصيب كل منهما جُزءاً شائعاً كأن يكون نصف أو ثلث فلا يصح أن يحدد بجوالين أو ثلاثة مثلاً.

هـ ألاَّ يشترط أحد المتعاقدين زيادة معلومة كأن يشترط لأحدهما نصف الخارج مع زيادة أردب مثلاً.

انتهاء المزارعة:

1-انقضاء المدة: ينتهي عقد المزارعة بانقضاء مدتها فإذا انقضت قبل أَن ينضج الزرع فللمزارع استيفاء الزرع إلى أن ينضج.

2- موت أحد المتعاقدين:

أ- إذا مات صاحب الأرض والزرع لم ينضج يستمر الزارع في العمل حتى ينضج وليس لورثته منعه.

ب-إذا مات الزارع والزرع لم ينضج قام ورثته مقامه في العمل حتى ينضج وإن أبى صاحب الأرض.

3) فسخ العقد بالعذر: يجوز فسخ المزارعة عند الحنفية بعد لزومها لعذر من الأعذار سواء كان ذلك من قبل صاحب الأرض كالدين أم من قبل المزارع كالمرض والسفر رد ما ورد من النهي عنها وأما ما ذكره رافع بن خديج أن الرسول صلى الله عليه وسلم نهى عنها فقد رده زيد بن ثابت رضي

الـلـه عنه وأخبر أن النهي كان لفض النزاع فقال: يغفر الـلــه لرافـع بـن خـديج، أنـا والـلــه أعلم بالحديث منه. إنما جاء للنبي صلى الـلـه عليه وسلم رجلان من الأنصار قد اقتتلا فقال: إن كان هذا شأنكم فلا تكروا المزارع، فـسمع رافـع قولـه: فـلا تكـروا المـزارع. رواه أبـو داود والنسائي. كما رده ابن عباس رضي الـلـه عنه وبين أن النهي إنما كان من أجل إرشادهم إلى ما هو خير لهما فقال: إن رسول الـلـه صلى الـلـه عليه وسلم يحرم المزارعة، ولكن أمر أن يرفـق الناس بعضهم ببعض بقوله: (من كانت له أرض فليزرعها أو ليمنحها أخاه فـإن أبى فليمـسك أرضه) وعن عمرو بن دينار رضي الـلـه عنه قال: سمعت ابن عمر يقول: ما كنا نرى بالمزارعة بأساً، حتى سمعت رافع بن خديج يقول: إن رسول الـلـه صلى الـلـه عليه وسـلم نهـى عنهـا، فذكرته لطاووس فقال: قال لي أعلمهم (يقصد ابن عباس) أن رسول الـلـه صـلى الـلــه عليـه وسلم لم ينه عنه ولكن قال: (لأن يمنح أحدكم أرضه خير من أن يأخذ عليهـا خراجـاً معلومـاً) رواه الخمسة.

المزارعة الفاسدة:

سبق أن قلنا أن المزارعة الصحيحة هي إعطـاء الأرض لمـن يزرعهـا عـلى أن يأخـذ نـصيب مما يخرج منها كالثلث والربع، أي يكون نصيبه غير معـين. وعليـه فإنهـا فاسـدة في الحـالات الآتية:

1. إن كان نصيبه معيناً بأن يحدد مقداراً معيناً مما تخرج الأرض

2. يحدد قدر من مساحة الأرض تكون غلتها له والباقي يكون للعامل أو يشتركا فيـه.فـإنّ المزارعة في هذه الحال تكون فاسدة لما فيها من الغرر ولأنها تفـضي إلى النـزاع روى البخـاري عن رافع بن خديج قال:"كنا أكثر أهل المدينة مزروعاً كنا نكـري الأرض بالنـاتج منهـا تـسمى لسيد الأرض. فربما يصاب ذلك الأرض، وربما تصاب الأرض ويسلم ذلك فنهينا".

ثانياً: المساقاة:

1.2. تعريف المساقاة:

لغةً: المساقاة مفاعلة من السقي.

اصطلاحاً: وهي في الشرع دفع الشجر لمن يقوم بسقيه ويتعهده حتى يبلغ تمام نضجه نظير جزء معلوم من ثمره فهي شركة زراعية على استثمار الشجر يكون فيها الشجر من جانب والعمل من جانب والثمرة الحاصلة مشتركة بينهما بنسبة يتفق عليها المتعاقدان كالنصف والثلث ونحو ذلك.

ويسمى العامل بالمساقي، والطرف الآخر يسمى برب الشجر، والشجر يطلق على كل ما غرس ليبقى في الأرض سنة فأكثر من كل ما ليس لقطعه مدة ونهاية معلومة، سواء كان مثمراً أم غير مثمر، وتكون المساقاة على غير المثمر نظير ما يأخذه المساقي من السعف والحطب ونحوها.

2.2. مشروعية المساقاة:

والمساقاة مشروعة بالسنة. وقد اتفق الفقهاء على جوازها للحاجة إليها، ما عدا أبا حنيفة الذي رأى أنها لا تجوز. وقد استدل الجمهور من العلماء على جوازها.

1-عن ابن عمر رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم عامل أهل خيبر بشطر ما يخرج منها من ثمر أو زرع. متفق عليه

2-وروى البخاري أنّ الأنصار قالت للنبي صلى الله عليه وسلم: أقسم بيننا وبين إخواننا النخيل قال: لا فقالوا: تكفونا المؤونة ونشرككم في الثمرة؟ قالوا: سمعنا وأطعنا، أي أن الأنصار أرادوا أن يشركوا معهم المهاجرين في النخيل فعرضوا ذلك على الرسول صلى الله عليه وسلم فأبى فعرضوا أن يتولوا أمره ولهم الشطر فأجابهم.

وفي نيل الأوطار: قال الحازمي: روي عن علي بن أبي طالب رضي الله عنه وعبد الله بن مسعود وعمار بن ياسر وسعيد بن المسيب ومحمد بن سيرين وعمر بن عبد العزيز وابن أبي ليلى وابن شهاب الزهري، ومن أهل الرأي يوسف القاضي، ومحمد بن الحسن، فقالوا تجوز المزارعة والمساقاة بجزء من الثمر أو الزرع قالوا: ويجوز العقد على المزارعة والمساقاة مجتمعين فتساقيه على النخل وتزارعه على الأرض كما جرى في خيبر. ويجوز العقد على كل واحدة منها منفردة.

3.2. أركان المساقاة:

1. العاقدان: رب الشجر والمساقي.

2. المعقود عليه: الشجر والعمل.

3. الصيغة: الإيجاب والقبول.

وتنعقد بكل ما يدل عليها من القول والكتابة أو الاشارة ما دام ذلك صادر ممن يجوز تصريفهم.

4.2. شروط المساقاة:

ويشترط في المساقاة الشروط الآتية:

1-أن يكون الشجر المساقى عليه معلوماً بالرؤية أو بالصفة التي لا يختلف فيها لأنه لا يصح العقد على مجهول.

2-أن تكون مدتها معلومة لأنها عقد لازم يشبه عقد الإيجار. وحتى ينتفي الغرر وقال أبو يوسف ومحمد أن بيان المدة ليس بشرط في المساقاة استحساناً.

3-أن يكون عقد المساقاة قبل بدء الإصلاح لأنها في هذه الحال تفتقر إلى عمل أما بعد بدء الإصلاح فمن الفقهاء من رأى أن المساقاة لا تجوز لأنه لا ضرورة تدعو إليها ولو وقعت لكانت إجارة لا مساقاة.

4-أن يكون للعامل جزء مشاعٌ معلوم من الثمرة أي يكون نصيبه معلوماً كالنصف والثلث، فلو شرط له أو لصاحب الشجر نخلات معينة أو قدراً معيناً بطلت.

5.2. ما تجوز فيه المساقاة:

اختلف الفقهاء فيما تجوز عليه المساقاة فمنهم من قصرها على النخل كداؤود، ومنهم من زاد على النخل العنب كالشافعي، ومنهم من توسع في هذا كالأحناف فعندهم تصح على الشجر والكروم والبقول وكل ما له أصول في الأرض ليس لقلعها نهاية معلومة، بل كلما جزت نبتت وذلك كالكراث وإذا لم تبين المدة وقع العقد على أول جز (قطع) يحصل بعد العقد. وتصح أيضاً على ما تتلاحق آحاداً وتظهر شيئاً فشيئاً كالباذنجان. ولو دفع شخص لآخر رطبة انتهى جذاذها على أن يقوم بخدمتها وسقيها حتى يخرج بذرها ويكون بينهما أنصافاً جاز ذلك بلا بيان المدة. وعند مالك أنها

تجوز في كل أصل ثابت كالرمان والتين والزيتون وما أشبه ذلك من غير ضرورة، وتكون في الأصول غير النابتة كالبطيخ مع عجز صاحبها عنها، وكذلك الزرع. وعند الحنابلة تجوز المساقاة، في كل ثمر مأكول.

6.2. وظيفة المساقي:

ووظيفة عامل المساقاة كما قال النووي: أن عليه كل ما يحتاج إليه في إصلاح الثمر. واستزاده مما يتكرر كل سنة: كالسقي وتنقية الأنهار وإصلاح منابت الشجر وتلقيحه وتنحية الحشيش والقصبان عنه وحفظ الثمرة وجذاذها ونحو ذلك.

أما ما يقصد به حفظ الأصل ولا يتكرر كل سنة، كبناء الحيطان وحفر الأنهار فعلى المالك.

انتهاء المساقاة:

تنتهي بإحدى الطرق الآتية:

أ-عجز العامل عن العمل:

إذا عجز العامل عن العمل بسبب عاهة أو سافر سفراً اضطرارياً فإن المساقاة تفسخ. وهذا في حالة ما إذا كان الطرف الآخر قد اشترط عليه أن يعمل بنفسه. فإذا لم يكن قد اشترط عليه هذا الشرط فإن المساقاة لا تفسخ بل على العامل أن يقيم غيره مقامه. وهذا عند الأحناف. وقال مالك: إذا عجز العامل وقد حل بيع الثمر لم يكن له أن يساقي غيره ووجب عليه أن يستأجر من يعمل. وإن لم يكن له شيء استؤجر من نصيبه من الثمر وقال الشافعي: تفسخ المساقاة بالعجز.

ب-موت أحد المتعاقدين:

إذا مات أحد المتعاقدين فإن كان في الشجر ثمر لم يبد صلاحه فلرعاية مصلحة الطرفين يستمر العامل أو وريثه على العمل حتى ينضج الثمر ولو جبراً على صاحب الشجر أو ورثته، لأنه لا ضرر على أحد في ذلك، وليس للعامل أجره في المدة التي بين فسخ العقد ونضج الثمر.

وإذا امتنع العامل أو ورثته عن العمل بعد انتهاء المدة أو فسخ العقد لا يجبروا عليه، ولكنهم إذا أرادوا قطع الثمر قبل نضجه فلا يمكنوا منه، وإنما يكون الحق للمالك أو ورثته في أحد ثلاثة أشياء:

1- الموافقة على قطع الثمر وقسمته حسب الاتفاق.

2- إعطاء العامل أو ورثته من النقود قيمة ما يخص نصيبهم وهو مستحق.

3- الإنفاق على الشجر حتى ينضج الثمر ثم الرجوع على المساقي أو ورثته بما أنفق أو يأخذ به ثماراً من نصيبه. وهذا مذهب الأحناف.

ج. انقضاء المدة.

ثالثاً: الإجارة الزراعية:

تعريف الإجارة الزراعية:

الإجارة: لغة: مشتقة من الأجر وهو عوض عن العمل أو الانتفاع.

اصطلاح الفقهاء: عقد على المنافع بعوض.

والمنفعة قد تكون منفعة عين، عمل أو شخص.

قانوناً: تمليك المؤجر للمستأجر منفعة مقصودة من الشيء المؤجر لمدة معينة لقاء مقابل معلوم.

إجارة الأرض وأدوات وآلات الزراعة:

جاء في قانون المعاملات المدنية لعام 1984 ما يلي:

1-إذا استأجر شخص الأرض للزراعة شملت الإجارة جميع حقوقها ولا تدخل الأدوات الزراعية وما يتصلب الأرض اتصال قرار إلا بنص في العقد.

2-إذا شمل العقد إجارة الأدوات والآلات الزراعية وغيرها وجب على المستأجر أن يتعهدها بالصيانة وأن يستعملها طبقاً للمألوف.

3-من استأجر أرضاً على أن يزرعها دون قيود فله أن يزرعها في جميع فصول السنة.

4-إذا انقضت مدة الإجارة قبل أن ينضج الزرع لسبب لابد للمستأجر فيه، ترك بأجر المثل حتى يتم نضجه وحصاده.

5-يراعي المستأجر والمؤجر مايلي عند استغلال الأرض.

أ. على المستأجر أن يستغل الأرض الزراعية وفقاً لمقتضيات الاستغلال المألوف وعليه أن يعمل على أن تبغى الأرض صالحة للإنتاج وليس له أن يغير في طريقة الانتفاع بها تغييراً يمتد أثره إلى ما بعدانقضاء الإجارة.

ب. على المستأجر إجراء الإصلاحات التي يقتضيها الانتفاع المعتاد بالأرض وصيانة السواقي والمصارف والطرق والقناطر والآبار.

ج. على المؤجر إجراء الإصلاحات التي يتوقف عليها استيفاء المنفعة المقصودة.

في المزارعة هي:

أهلية المتعاقدين " صاحب الأرض والعامل عليها " من النواحي القانونية والفنية والسلوكية، وأن تكون الأرض صالحة للزراعة، مع تحديدها، وبيان ما يزرع فيها، وبيان مدة المزارعة إن كانت مثلاً لسنة أو سنتين أو لمدة معلومة.

أن يكون الناتج بين الشريكين مشاعاً بين أطراف العقد، وبالنسبة المتفق عليها، أي تحديد نصيب كل من الطرفين، وبيان من يقدم البذر من الطرفين ومن الذي لا يقدم، لأن المعقود عليه يختلف باختلاف البذر، فإن كان من قبل صاحب الأرض كان المعقود عليه منفعة الأرض، وإن كان من قبل العامل فالمعقود عليه منفعة العمل.

وأخيراً نوعية المزارعة، أي نوع المحصول الذي سيزرع.

وصيغ المزارعة أن تكون الأرض والبذور والمعدات من صاحب، والعمل يقدمه العامل أو المزارع، وأن تكون الأرض من رب الأرض، والعمل البذور والمعدات يقدمها العامل.

التمويل: إنّ المزارعة هي المشاركة بين طرفين:

الطرف الأول: ويمثله المصرف الإسلامي باعتباره مقدم التمويل المطلوب للمزارعة.

الطرف الثاني: ويمثله صاحب الأرض أو العامل " الزارع " الذي يحتاج إلى تمويل.

والمزارعة ليست إجارة ولا مؤاجرة، كما يظن البعض، بـل هـي مـشاركة حقيقيـة فعليـة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية التي تقضي في حالة عـدم إعطـاء الأرض أي غلـة أو محـصول لسبب ما، أن يتحمل الطرفان الخسارة، وحينئذ يخسر المـصرف أموالـه، كـما يخـسر صـاحب الأرض منفعة أرضه أو خسارة العامل " الزارع " عائد عمله.

أما المساقاة على وزن مفاعلة، وهي مفاعلة من السقي بحيث يـدفع الرجـل شـجره إلى شخص آخر ليقوم بسقيه، ويعمل ما يحتاج إليه مقابل جزء علوم من الثمار التي ينتجها هذا الشجر، وفي شكله جزء من الناتج وقد أجاز الفقهاء المساقاة لانتشارها في عهد الرسول " عليه الصلاة والسلام " والصحابة والتابعين.

وشروط صحة المساقاة هـي: تـوافر الأهليـة في المتعاقـدين للقيـام بعمـل المـساقاة، وأن يكون الناتج مشاعاً، والعائـد محـدداً بنـسبة معلومـة مـن الثمـر المـشاع، كالنـصف أو الثلث، وأن تكون المساقاة على شجر معلوم بالرؤية أو بالصفة التـي لا خـلاف عليهـا، وأمـا إذا كانـت المـساقاة عـلى بـستان بغـير رؤيـة ولا صـفة، فـلا تـصح إذ تعتـبر عقـداً على مجهول. وتعتبر المساقاة نوعـاً متخصـصاً مـن " المـشاركة " في القطـاع الزراعـي بـين طرفين: الطرف الأول: ويمثلـه المـصرف الإسـلامي الـذي يقـوم بتحويـل مـشروعات ميـاه الشرب أو مشروعات الري واستصلاح الأراضي لزراعتها وتطويرها باسـتخدام التكنولوجيـا الحديثة، ومن ثم إدارة مشروعات المياه والري على مبدأ الزكية التجارية، والطرف الثاني: ويمثله صاحب البستان أو الشريك القائم عليه بالـسقي والمـوالاة بخدمتـه حتـى ينـضج الثمار.

وقد يكون الطرف الثاني طالب التمويل الذي يمتلك أرضاً ويرغب في تطويرهـا وزراعتهـا باستغلال مياهها الجوفية، أو نقل المياه إليها من موقع يتميز بغزارة مياهه.

ولعل مشروعات تمليك الأراضي الزراعية، أو تمليك خريجي كليات الزراعة أراضي معينة ذات مساحات محددة للقيام بزراعتها وسقايتها، تعد نوعاً من المشاركات التنموية الزراعية. والإجارةتعني عقد على المنافع بعوض، وتمليك.

سنتناول أنواع القروض من حيث المدة طويلة ومتوسطة وقصيرة سنشرحها من حيث النوع -إنتاجية واستهلاكية وتجارية -وسنعرض لأنواع الضمانات وخطوات منح القرض والعناصر التي تعتمد عليها البنوك في منح القروض كما سنبين اكمال – أحكام الإسلام المتصلة بالقروض.

رابعاً: الاستصناع [1]:

الاستصناع في اللغة طلب الصنعة، وهو عمل الصانع في حرفته ومصدر استصنع الشيء، أي دعا إلى صنعه. أما في الاصطلاح فهو عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعاً يلتزم البائع بتقديمه مصنوعاً بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وثمن محدد،وللمؤسسة المالية أن تقوم بتوسيط نفسها لدفع قيمة السلعة المصنعة للصانع بدلاً من العميل، وبعد الانتهاء من التصنيع يقوم البنك ببيعها لعميله لقاء ما دفعه في تصنيعها زائد ربح.

شروط الاستصناع [2]:

1. يلتزم المصرف بتزويد العميل بالسلعة التي تم الإتفاق عليها عبر عقد الاستصناع.
2. يجب أن يكون المبلغ الكلي للاستصناع معلوماً لدى المستصنع والمصرف.
3. يمكن تنفيذ تمويل الاستصناع لشراء أي سلعة مصنعة ومباحة وتحمل أوصافاً معينة ومحددة، وهذا لا يلزم العميل بأية التزامات للصانع حيث أن اتفاقه يكون مع جهة التمويل (المصرف).

يلتزم المصرف بتسليم السلعة المصنعة لعميله، ويمكن أن يوكل طرفاً ثالثاً للقيام بالتصنيع، ولا يجوز للعميل (المستصنع) المشاركة في صنع

(1) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص117.

(2) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص421.

السلعة المصنعة، حيث أن ذلك من مسؤولية الصانع بشكل كامل، إلا في حالة المساهمة بالأرض للبناء عليها.

5. يمكن الاتفاق بين العميل والمصرف، بأن يقوم الأول إما بدفع المبلغ الكلي للاستصناع للطرف الثاني عند توقيع العقد، أو على أقساط في مدة محددة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين.
6. لا يتم تغيير قيمة عقد الاستصناع إلا إذا طلب العميل تغيير المواصفات ووافق المصرف على ذلك، حيث يلزم توقيع عقد جديد يتم فيه تحديد القيمة الجديدة زيادة أو نقصان.
7. يمكن أن يقوم المستصنع بالإشراف على عملية صناعة السلعة بنفسه أو يوكل من ينوب عنه (كجهة استشارية) للتأكد من مطابقة السلعة المصنعة أثناء عملية تصنيعها للمواصفات التي اتفق عليها المصرف، على ألا ينشأ عن ذلك أي التزام بينهما (بين المستصنع والصانع).
8. يمكن أن يقوم المصرف نيابة عن عميله (المستصنع)، في حال حصوله على توكيل منه ببيع السلعة المصنعة إلى طرف آخر، كما يمكن أن يوكل الصانع من قبل المصرف للقيام بهذه المهمة أيضاً.
9. يمكن أن يتضمن عقد الاستصناع خدمات ما بعد البيع التي تقدم عادة مع السلعة المصنعة، كالصيانة والضمان.

خامساً: التورق وشروطه [1]:

التورق لغة هو طلب الورق أي الدراهم، حيث تعني كلمة ورق دراهم الفضة. وفي الاصطلاح الفقهي التورق هو شراء سلعة معينة وإعادة بيعها لطرف ثالث بغرض الحصول على نقد، وظهر هذا النوع من التمويل لتمكين عملاء البنوك من الحصول على النقد بطريقة إسلامية بدلاً من اللجوء للقروض التقليدية، حيث يمكن أن يقوم المصرف بشراء أو تمويل السلعة المطلوبة، ومن ثم بيعها للعميل زائداً ربحاً محدداً ثم يقوم ببيعها لصالح عميله وإضافة المبلغ لحسابه، وفيما بعد يمكن أن يقوم العميل بدفع مبلغ الشراء نقداً أو بالتقسيط.

(1) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سابق الذكر، ص426.

شروط التورق:

1. لا يمكن للمصرف أن يقوم ببيع السلع (نقداً أو أجلاً) للعميل قبل شرائها.
2. يمكن أن يتم الشراء نقداً أو مؤجلاً أو على أقساط، وهذا لا يؤثر في صحة العقد شريطة أن يكون الثمن محدداً ومعلوماً لكلا الطرفين عند توقيع عقد البيع.
3. يجب أن تكون السلعة التي سيشتريها العميل موجودة في مخازن البائع في لحظة إتمام عملية البيع، ويفضل أن يقوم المشتري بمعاينتها بنفسه للتأكد من تواجدها.
4. يمكن للعميل توكيل المصرف لبيع السلعة التي اشتراها بدلاً منه، إلا أنّ التوكيل يجب أن يحصل عند توقيع العقد أو بعده، ولا يجوز أن يشترط المصرف توكيله ببيع السلعة في العقد، حيث أن العقد والوكالة مختلفان عن بعضهما.
5. يجب أن يتم دفع قيمة السلعة كاملة، ولا يمكن للمصرف أن يقوم بإتمام عملية البيع للعميل قبل قبض ثمنها كاملاً.
6. في حالة وجود العديد من السلع في المخازن التابعة للمصرف، فإنه يلزم أن يتم تحديد السلعة التي سيتم بيعها للعميل في كل مرة، وعند بيعها لطرف آخر فإنه يجب أن يتم تحديدها أيضاً تحديداً واضحاً لا لبس فيه.
7. يجب أن يمكن المصرف عميله من قبض السلع إن طلب ذلك، وأن ينقلها إلى أي مكان يشاء أو بيعها لمن شاء مباشرة أو توكيلاً، كما أنه يمكن أن يوكل المصرف عنه في ذلك إذا شاء.

سادساً: البيع الآجل (البيع بالتقسيط) [1]:

البيع الآجل هو أن يتم تسليم السلعة في الحال مقابل تأجيل سداد الثمن إلى وقت معلوم سواء كان التأجيل للثمن كله أو لجزء منه، وعادة ما يُسدد الجزء المؤجل من الثمن على دفعات وأقساط، فإذا سُددت القيمة مرة واحدة في نهاية المدة المتفق عليها مع انتقال الملكية في البداية فهو بيع آجل، وإذا

(1) وحيد، احمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سابق الذكر، ص ص289،290.

سُدد الثمن على دفعات من بداية تسلم الشيء المباع مع انتقال الملكية في نهاية فترة السداد فهو بيع بالتقسيط. وتسلك المصارف الإسلامية طريق البيع الآجل أو البيع بالتقسيط بثمن أكبر من الثمن الحالي في حالتين:

الحالة الأولى:

في معاملاتها مع التجار الذين لا يرغبون في استخدام أسلوب التمويل بالمشاركة، وهذه الطريقة هي البديل لعملية الشراء بتسهيلات في الدفع التي تمارسها المصارف التجارية.

الحالة الثانية:

في المعاملات التي يكون فيها المبلغ المؤجل كبيراً وطويل الأجل. ولقد تبين من الواقع العملي استخدام هذه الصيغة في مصرف فيصل الإسلامي السوداني لتمليك وسائل الإنتاج الصغيرة للحرفيين مثل سيارات الأجرة، وهو ما يمارسه أيضاً مصرف ناصر الاجتماعي المصري. ومن أنسب المشروعات التي يمكن للمصارف الإسلامية تمويلها باستخدام هذا الأسلوب هو بيع الوحدات السكنية، فالبيع الآجل (التقسيط) في هذه الحالة هو البديل المناسب لسلفيات المباني بالفائدة التي تمارسها المصارف التقليدية.

سابعاً: القرض الحسن [1]:

عرفنا أن المصارف الإسلامية لا تمنح المتعاملين معها قرضاً بالمعنى الذي تقوم به المصارف التقليدية كما أنها لا تقوم بخصم الكمبيالات كما هو الحال في المصارف التقليدية، وذلك لأنه لا يجوز للمصرف تقاضي أية زيادة عن المبالغ الممنوحة في هذه الحالة فأيما قرض جر منفعة فهو رباً. ولكن هناك حالات يكون فيها المتعامل مع المصرف الإسلامي مضطراً للحصول على نقد لأي سبب من الأسباب فقد يحتاج نقوداً للعلاج أو للتعليم أو للسفر وغيرها وليس من المعقول أن لا يلبي المصرف الإسلامي حاجة هذا الزبون لسببين هما:

1. إن مصلحة هذا الزبون مرتبطة بالمصرف الإسلامي فهو يودع نقوده فيه ويشتري منه ويتعامل معه في جميع أموره المجدية مما يعني استفادة المصرف من الزبون.

---

(1)) سمحان، حسين محمد، العمليات المصرفية الإسلامية، مطابع الشمس، عمان، ص 98.

2. أن هناك مسؤولية اجتماعية تقع على عاتق المصرف وهو مد يد العون والمساعدة للمجتمع الذي يعمل فيه وأهم ما يمكن أن يقدمه لأعضاء هذا المجتمع هنا هو إبعادهم عن الاقتراض بالفائدة لذلك يتم منح أي فرد من أفراد المجتمع المسلم هذا القرض سواء كان زبون المصرف أم لا.

مصادر تمويل صندوق القرض الحسن:

1. يتم تمويل صندوق القرض الحسن من أموال المصرف الخاصة.
2. الأموال المودعة لدى المصرف على سبيل القرض (حسابات الائتمان).
3. الأموال المودعة من قبل الجمهور في صندوق القرض الحسن التي يفوضون المصرف بإقراضها للناس قرضاً حسناً.

الاستثمار في الشركات الاستثمارية والأوراق المالية [1]:

الاستثمار في شركات الاستثمار:

تعرف تلك الشركات بأنها شركات متخصصة في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، حيث تقوم هذه الشركات بتلقي الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في محافظ (صناديق) وكونه من استثمارات مختلفة، وثم توزيع أرباح وخسائر هذه الاستثمارات على المشاركين مقابل حصول شركة الاستثمار على نسبة من الأرباح. كما هو معروف فإن المصارف الإسلامية لديها فائض سيولة (في بعض الأحيان) لا تستطيع أن تستثمرها لذلك تقوم هذه المصارف بدفع تلك الأموال إلى شركات استثمارية وبشرط أن تكون المحفظة الاستثمارية التي تقوم هذه الشركات بتكوينها لا تحتوي على أصول محرمة شرعاً (مثل السندات التي تحمل الفائدة الثابتة).

الاستثمار في الأوراق المالية:

تقوم المصارف الإسلامية بالاستثمار في الأوراق المالية عن طريق شراء أسهم شركات يكون نشاطها الأساسي غير مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية وقد أجاز الفقهاء ذلك، فعلى سبيل المثال يجوز للمصرف الإسلامي شراء سهم في مصنع الحديد والسيارات ولكن لا يجوز له شراء أسهم في مصنع للخمور أو في بنوك ربوية.

---

(1) سمحان، حسين محمد، العمليات المصرفية الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص92.

الفصل التاسع

أساليب تقييم المشروعات

لفظ مشروع يعني المشروع القائم والمستمر فكثيراً ما يقال مثلاً مشروع سد مروي، ولكن في ذات الوقت يقال المشروعات النامية، وفي هذه الحالة المعنى منصباً على المشروعات القائمة والمستمرة وأيضاً لفظ مشروع يعني المقترح فكثيراً ما يقال مشروع البحث أو المشروع الاستثماري. فعندما ننوي القيام بتوسيع المشروعات القائمة أو القيام بعملية الإحلال مثل إحلال آلة بآلة أخرى أكثر كفاءة أو القيام بمشروع جديد لابد من القيام بعملية التقييم بين البدائل المتاحة لهذه الاستثمارات حتى يتم التوصل للبديل الأمثل وهذا ما سنتناوله في المباحث التالية:

إنّ المشروعات الاستثمارية تتعرض إلى مناخات اقتصادية في المستقبل غير آمنة تماماً بل هي مناخات المتاعب والشك والتغير والتحديات وفي ظل هذه الظروف فإنه ما لم يتناول متخذ القرار الشئون الروتينية للمساعدة في إتخاذ قرار اختيار أحد البدائل الاستثمارية أو يتم إتخاذه في ظروف التأكد التام فإن نتائجه وآثاره قد تنحرف قليلاً أو كثيراً مما كان متوقعاً له. وبالرغم من وجود هذه التأثيرات السلبية للقرارات في ظل هذه الظروف إلا أنه يمكن الحد منها بدرجة كبيرة كلما وجدت معلومات كافية وملائمة ودقيقة عن الاحتمالات المختلفة للبدائل ويمكن الحصول على هذه المعلومات باستخدام الأساليب التالية[1]:

القيمة المتوقعة:

يتطلب أي قرار استثماري التنبؤ بالأحداث المستقبلية بصورة صريحة أو ضمنية وحيث أنه من الصعوبة القيام بتنبؤ دقيق دقة كاملة بمعنى أننا لا نستطيع مثلاً القول إن مشروعاً معيناً سيحقق تدفق نقدي سنوي يبلغ (1500) جنيه بصورة مؤكدة. فالأمر ليس بهذه البساطة حتى أن رقم التدفق النقدي يتوقف على أمور عديدة يخرج معظمها عن نطاق تحكم متخذ القرار حيث أنها تتحدد بالظروف الاقتصادية السائدة في وقت تحقق التدفق النقدي.

(1) د. عبد الحميد محمود، مرجع سبق ذكره، ص108.

وعلى هذا الأساس فإنّ متخذ القرار لا يستخدم رقم واحـد للتـدفقات النقديـة الـسنوية بل يستخدم أكثر من رقم بحيث يمثل كل واحد منهم التدفق النقدي في حالة حـدوث حالـة اقتصادية بعينها.

ويمكن التعبير عن التدفق النقدي السنوي في صورة جدول بدلاً عن التعبير عنه في صورة رقم واحد (1500 جنيه هـو مـا يطلـق عليـه أفـضل تقـدير) أي جـدول يتكـون مـن جـانبين الجانب الأول يمثل الحالات الاقتصادية المختلفة والجانب الثاني يمثل التدفق النقدي الـسنوي لكل حالة اقتصادية وذلك كما يلي[1]:

جدول التدفق النقدي السنوي

الحالة الاقتصادية	التدفق النقدي السنوي
كساد كبير	500
كساد معتدل	1000
ظروف طبيعية	1500
رواج معتدل	2000
رواج كبير	2500

المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1999)، ص231.

ومن هذا الجدول يتضح أنّ التدفق النقدي السنوي سيكون رقم واحد فقط من الأرقـام الخمسة الموجودة بالجدول ويتوقف هذا الرقم على الحالة الاقتصادية التي تـسود في الفـترة التي سيعيشها المشروع. وقد تم افتراض خمس حالات اقتصادية فقط ولكـن الواقـع العمـلي يختلف حيث أن الظروف الاقتصادية تـتراوح مـن كـساد عميـق للغايـة ورواج غـير محـدود وهنالك عدد لا حصر له من الاحتمالات بين هذين النقيضين.

(1) محمد صالح الحنـاوي، إبـراهيم إسـماعيل سـلطان، الإدارة الماليـة والتمويـل، (الإسـكندرية: الـدار الجامعيـة، 1999م)، ص231.

ويتم حساب القيمة المتوقعة للمشروعات الاستثمارية عن طريق الخطوات التالية:

1. حساب عوائد كل مشروع في ظل كل ظرف من الظروف الاقتصادية التي يتوقع أن تسود.
2. تقدير فرصة أو احتمال حدوث كل حالة من الحالات الاقتصادية.
3. حساب المتوسطات المرجحة بالأوزان للعوائد الممكنة وذلك عن طريق ضرب التدفقات النقدية في كل حالة في احتمال حدوث الحالة، وبعد جمع حواصل الضرب يتم التوصل إلى المتوسط المرجح بالأوزان لكل بديل ففي حالة أن يكون التدفق النقدي للاقتراحات الاستثمارية متساوي يتم قياس المخاطر بالانحراف المعياري أما في حالة اختلاف هذا التدفق فيتم استخدام معامل الاختلاف، ويساعد أسلوب معامل الاختلاف على قياس مخاطر كل اقتراح على ضوء القيمة المتوقعة لتدفقاته النقدية[1].

جداول المساحات للمنحنى الطبيعي:

قد نجد في بعض الحالات أنّ صافي التدفقات النقدية للمقترح الاستثماري له توزيعاً طبيعياً وفي هذه الحالة يمكن الاستفادة من خصائص المنحنى الطبيعي في الحصول على معلومات تساعدنا في تحليل المخاطر.

أنّ احتمال وقوع حدث معين بين قيمتين هو عبارة عن المساحة الواقعة تحت المنحنى بين هاتين القيمتين ومن الممكن إيجاد قيمة هذه المساحة عن طريق استخدام جداول المساحات للتوزيع الطبيعي وذلك بتحويل المسافة بين هاتين القيمتين والوسط الحسابي للتوزيع إلى درجات من الانحراف المعياري ثم توجد المساحة المقابلة لهذه الدرجات المعيارية من جدول المساحات للتوزيع الطبيعي، وهذه المساحة ما هي إلا احتمال وقوع الحدث بين هاتين القيمتين[2].

فمثلاً أن هنالك مشروع استثماري معروض على متخذ القرار وقد تم إجراء الدراسات اللازمة لتحديد تكاليفه وإيراداته ولقد أمكن تحديد

(1) المرجع السابق، ص100.

(2) ثناء محمد طعيمة، مرجع سبق ذكره، ص133.

صافي القيمة الحالية المتوقعة وأيضاً قيمة الانحراف المعياري فإنه يمكن إيجاد احتمال تحقيق صافي القيمة الحالية داخل أي نطاق للقيم وذلك باستخدام الدرجات المعيارية والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$د = \frac{ص - م}{ع}$$ [1]

حيث تمثل (د) الدرجة المعيارية، و(ص) صافي القيمة الحالية (التقديرية) أما (م) تمثل متوسط صافي القيمة الحالية المتوقعة و(ع) الانحراف المعياري، بعد أن يتم حساب الدرجة المعيارية للاحتمال يتم بعد ذلك الكشف عن الاحتمال المقابل لهذه الدرجة في جدول التوزيع الطبيعي.

1- ويلاحظ أنّ المفاضلة بين المشروعات على أساس احتمال تحقيق صافي قيمة حالية داخل نطاق معين لا يتم إلا إذا كانت التدفقات الخارجة لها متساوية. أما في حالة عدم التساوي فإنه يستخدم ما يسمى بدليل الربحية بدلاً من صافي القيمة الحالية ولا يختلف عن حالة التساوي إلا أنه يتم تحويل القيمة الحالية للتدفقات الداخلة إلى نسب مئوية وذلك بإحدى المعادلتين التاليتين حسب البيانات المتاحة[2]:

$$١- ل = \frac{\text{القيممجموع الحالية للتدفقات الداخلة}}{\text{التدفقات الخارجية}} \times ١٠٠$$

$$٢- ل = \frac{\text{التدفقات الخارجة+صافي القيمة الحالية}}{\text{التدفقات الخارجة}} \times ١٠٠$$

وبمقارنة هذا الاحتمال بين عدة مشروعات يتم المفاضلة بينها فإنه يتم اختيار البديل الذي يحقق أكبر احتمال[3].

تقييم المشروعات في ظل ظروف عدم التأكد:

مفهوم عدم التأكد:

يعتبر الظرف حالة عدم تأكد إذا لم يكن لدينا أي معلومات حول الاحتمالات الممكنة للعائد، فإذا كانت الاحتمالات غير معروفة تماماً

---

(1) المرجع السابق، ص133.

(2) المرجع السابق، ص134.

(3) المرجع السابق، ص134.

فالقيمة المتوقعة للقرارات لا يمكن تحديدها ولذا فإن المعلومات المتاحة لصناعة القرارات في هذه الحالات تكون عند حدها الأدنى مما يجعلها عند المعالجة أصعب مواقف صناعة القرار على الإطلاق[1].

تعريف عدم التأكد:

هي الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع احتمالي موضوعي لعدم توافر أي بيانات أو يعتمد في ذلك على الخبرات الشخصية ولذلك يطلق عليه بالتوزيع الاحتمالي الشخصي، أو أنه يعبر عن موقف لا تتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية[2]. ويمكن تعريف حالة عدم التأكد أيضاً بأنها: تعذر التنبؤات بالأحداث المتوقعة للإجراءات البديلة حتى ولو في إطار احتمالي[3].

وأيضاً يمكن تعريف عدم التأكد بأنه إمكانية انحراف القيم الفعلية عن القيم المتوقعة[4].

أساليب التقييم في ظل عدم التأكد:

سبق الإشارة إلى أنه يقصد بعدم التأكد عدم وجود أي معرفة لدي متخذ القرار عن ما ستكون عليه حالة الطبيعة في المستقبل ولا تتوفر لديه أي بيانات أو معلومات يمكن استخدامها في تحديد احتمالات للأحداث التي يمكن حدوثها في المستقبل وفي هذه الحالة سيكون على متخذ القرار استخدام معيار لا يتطلب وجود معرفة باحتمالات الطبيعية، ويمكن تلخيص الأساليب التي اقترحت لعلاج مشكلة عدم التأكد وأثرها على التدفقات النقدية للمشروع فيما يلي:

أ- تحليل التعادل:

يتم استخدام تحليل التعادل حتى يتم التوصل إلى أفضل البدائل التي تؤدي إلى تحقيق الربح المستهدف ويتعلق هذا التحليل بالعلاقة بين إيرادات المبيعات، وإجمالي المصروفات، وحجم المبيعات.

---

(1) أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2000م)، ص257.

(2) www.ahmedkordy.blogspot.com, 20/6/2011, 4:30pm.

(3) أحمد رجب، المحاسبة الإدارية، (بيروت: الدار الجامعية، 1982م)، ص89.

(4) تشارلز هور نجرن وآخرون، تعريب: أحمد حامد حجاج، محاسبة التكاليف مدخل إداري، (الرياض: دار المريخ للنشر، 2009م)، ص156.

ومن خصائص هذا التحليل، ينظر إلى كيفية تغير إجمالي المصروفات مع تغير حجم المبيعات، وينظر أيضاً إلى تغير إجمالي الإيرادات مع تغير حجم المبيعات، ويحدد انحرافات المصروفات والإيرادات لمختلف أحجام المبيعات وهنالك عدة طرق لتحليل التعادل منها[1]:

1. طريقة المعادلة.
2. طريقة هامش المساهمة.
3. طريقة نسبة هامش المساهمة.

1/ طريقة المعادلة:

الخطوة الأولى في تحليل التعادل هي تقسيم إجمالي المصروفات إلى عناصر مصروفات ثابتة وعناصر مصروفات متغيرة، بذلك يمكن تحليل الربح حسب مصطلحات الإيرادات، المصروفات الثابتة والمصروفات المتغيرة بالمعادلة التالية[2]:

إيرادات المبيعات – المصروفات المتغيرة – المصروفات الثابتة = الربح أو الإيرادات = المصروفات المتغيرة + المصروفات الثابتة + الربح

وتعتبر نقطة التعادل هي حجم المبيعات الذي عنده تتساوى إجمالي الإيرادات مع إجمالي المصروفات.

2/ طريقة هامش مساهمة الوحدة:

هذا أسلوب آخر لتحليل التعادل ويتطلب معرفة سعر البيع للوحدة والمصروفات المتغيرة لكل وحدة، ويطرح المصروف المتغير لكل وحدة من سعر البيع لكل وحدة للحصول على هامش المساهمة للوحدة، وهو يمثل القيمة التي تساهم بها كل وحدة في تغطية المصروفات الثابتة وبعد تغطية المصروفات الثابتة فإن هامش المساهمة لكل وحدة إضافية مباعة يمثل زيادة في الربح، ويتم تحديد حجم التعادل بالمعادلة التالية[3]:

$$\textbf{وحجم التعادل} = \frac{\text{إجمالي المصروفات}}{\text{هامش مساهمة الوحدة}}$$

(1) ثناء على القباني، محاسبة التكاليف والمحاسبة الإدارية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003م)، ص 112.

(2) ثناء على القباني، مرجع سبق ذكره، ص113.

(3) المرجع السابق، ص113.

3/ طريقة نسبة هامش المساهمة:

فيما سبق تم قياس حجم المبيعات بعدد الوحدات ولكن في أحيان كثيرة لا يتم قياس حجم المبيعات بالوحدات وفي هذه الحالة يمثل المصروف المتغير كنسبة من سعر البيع تكون 75% مثلاً ويكون هامش المساهمة 25% من سعر البيع وبافتراض أن (س) تمثل قيمة المبيعات فإنّ معادلة احتساب نقطة التعادل تكون كالآتي[1]:

إيرادات مبيعات التعادل = نسبة المصروفات المتغير × إيرادات المبيعات + المصروف الثابت

أو إيرادات مبيعات التعادل = $\frac{\text{المصروفات الثابتة}}{\text{نسبة المساهمةهامش}}$

ويشار إلى أنّ البديل الذي له نسبة عالية من الأصول الثابتة هو الذي يحتاج إلى تحقيق مبيعات أكبر. فعندما تزداد نسبة التكلفة الثابتة يكون من اللازم زيادة حجم المبيعات ثم صافي الربح[2].

يتضح مما سبق في أسلوب تحليل التعادل أن حجم المبيعات المقدرة يعتبر من العناصر الرئيسية في تحليل التعادل بغرض تخطيط الأرباح حيث تتوقف الأرباح أو الخسائر لمنتج معين أو خط منتجات على هذا الحجم وحيث أن هذا الحجم هو مجرد تقدير فإن ذلك معناه إنّ عنصر عدم التأكد يدخل هنا في الصورة.

وغالباً ما تحتوي القرارات الاستثمارية على مخاطر ولذلك يدرس تحليل العلاقة بين التكلفة، الحجم، والربح كيف يتأثر دخل التشغيل إذا لم تتحقق البيانات الأصلية المتنبأ بها مثلاً إذا انخفضت المبيعات بنسبة 10% عن المقدر يؤثر تقييم هذه المخاطر على قرارات استثمارية أخرى يمكن أن تتخذها الشركة. فعلى سبيل المثال لو أن احتمال هبوط في المبيعات يبدو مرتفعاً، ربما يتخذ المدير إجراءات لتغيير هيكل التكاليف لكي يحتوى على تكاليف متغير أكثر وتكاليف ثابتة أقل.

(1) المرجع السابق، ص113.

(2) المرجع السابق، ص114.

ب - أسلوب التحليل الاحتمالي:

رغبة في تطوير التوزيعات الاحتمالية كأسلوب لتحليل عدم التأكد بحيث يصبح بعيداً عن التأثير باختلاف الشخصية بين متخذي القرارات اقترح هيرتز نموذجاً يقوم على افتراض أن التدفقات النقدية العائدة من البدائل الاستثمارية المتاحة إنما تحدد بالعديد من العوامل، ولتحليل المخاطر المرتبطة بكل من هذه البدائل فالأمر يتطلب دراسة تأثير المخاطر المرتبطة بكل من العوامل المؤثرة في التدفقات النقدية المتنبأ بها، ولتحقيق ذلك يقوم متخذ القرار بتقدير القيمة المتوقعة والقيمة القصوى والقيمة الدنيا لكل من العوامل المؤثرة في التدفقات النقدية، ويتم توليد الاحتمالات الموضوعية باستخدام أسلوب مونت كارلو الإحصائي والذي ينطوي على جدول بالأرقام العشوائية. وعن طريق استخدام الحاسبات الالكترونية يتم اختيار قيمة كل من العوامل المؤثرة من بين التقديرات الثلاثة.

وبضم القيم المختارة لكل من هذه العوامل يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية العائدة من كل البدائل الاستثمارية المتاحة وبذلك يمكن تحديد التأثير المنفصل لكل من العوامل المؤثرة على التدفقات النقدية، وبعبارة أخرى تحديد حساسية التدفقات النقدية لكل من العوامل المؤثرة فيها، ومن الطبيعي إذا كان تأثير أي من هذه العوامل محدود فيمكن التقاضي عن تحليل المخاطرة المرتبطة بهذا العامل المؤثر تفصيلياً وكما يتضح أن النموذج يستهدف تحليل خطر عدم التأكد المرتبط بكل من بدائل الإنفاق الاستثماري بطريقة تفصيلية وبموضوعية أكثر(1).

ج/ تحليل الحساسية:

قبل الاختيار من بين البدائل يقوم المديرون عادة بتحليل حساسية قراراتهم للتغيرات في الفروض الأساسية، ويقصد بتحليل الحساسية (ماذا - لو) الأسلوب الذي يستخدمه المديرون لدراسة كيف تتغير نتيجة المشروع ما إذا لم تتحقق البيانات الأصلية المتنبأ بها، أو إذا تغير أحد الفروض الأساسية.

إنّ أساليب تقييم المشروعات معظمها تقوم على فروض معينة تنطوي على أنّ هنالك أسعار معينة للمبيعات والمواد وكميات معينة للمبيعات ومعدلات

(1) أحمد رجب عبد العال، المحاسبة الإدارية، مركز الإسكندرية للمطبوعات الجامعية، 1987م، ص 493.

معينة للإنتاج ومستوى طاقة إنتاجية للمشروع يعمل عندها في سنوات معينة وعمر افتراضي يتم على أساسه حساب التدفقات الداخلة والخارجة وسعر خصم معين وغيرها من الفـروض ولا شك في أن هذه الفروض ستتغير ولا جـدال أن القـرار سـيتأثر سـلباً أو إيجابـاً، ومـن هنـا نشأت الحاجة إلى وجود تحليل الحـساسية كـأداة للتعـرف عـلى مـدى قـدرة المـشروع عـلى التكيف وتحمل تلك التغيرات من عدمه، ويعبر تحليل الحساسية عن مدى استجابة المشروع أو درجة حساسيته لتغيرات التي تطرأ عليه وقد يمثل التغير هنا التغير في قيم بعـض عنـاصر التدفقات الداخلة أو التدفقات الخارجة.

مثلاً فيما يتعلـق بتحليـل العلاقـة بـين التكلفـة، الحجـم، والـربح. الـسابق فـإنّ تحليـل الحساسية يجب على العديد من الأسئلة منها: ماذا يمكن أن يحدث لدخل التشغيل فـيما لـو أن حجم الوحدات المباعة انخفض بنسبة 5% عن الحجم الأصلي المتنبأ به؟. ومـاذا يمكـن أن يحدث لدخل التشغيل لو زادت التكاليف المتغيرة للوحدة بنسبة 10%؟. وبالطبع فإنّ تحليل حساسية دخل التشغيل لمختلف النتائج الممكنة يوسع ولا شك منظور المديرين ورؤيتهم عما يمكن أن يحدث بالفعل قبل أن يلتزموا بالتكاليف.

والذي لا شك فيه أنّ الانتشار المتزايد لـصفحات الانتـشار الالكترونيـة يـساعد المـديرين عـلى إدارة تحلـيلات الحـساسية المعـدة عـلى أسـاس تحليـل العلاقـة بـين التكلفـة، الحجـم، الربح (تحليل التعادل) بطريقة منظمة وبكفاءة، وباسـتخدام صـفحات الانتـشار الالكترونيـة يستطيع المديرون إدارة تحليل الحساسية لفحـص أثـر وتفـاعلات التغـيرات في أسـعار البيـع، والتكلفة المتغيرة للوحدة، التكاليف الثابتة ودخل التشغيل المستهدف. وبالتـالي فـإن تحليـل الحساسية هو أسلوب لقياس أثر هـذه التغـيرات في النهايـة عـلى معـدل العائـد الـداخلي أو صافي القيمة المتوقعة الحالية أو أي معيار آخر من معايير تقييم المشروعات، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية في حالة عدم التأكـد ويوضـح تحليـل الحـساسية كيـف يمكـن أن تتأثر قيمة المعيـار المـستخدم لتقيـيم المـشروع الاسـتثماري بـالتغيرات في أحـد المتغـيرات أو العوامل المؤثرة عـلى المـشروع، وعـلى صـافي التـدفقات النقديـة مثـل سـعر بيـع الوحـدة أو

تكلفة الوحدة المتغيرة وغيرها، ويتم تحديد أثر التغير في أحد المتغيرات على النتائج المتوقعة مع افتراض ثبات باقي متغيرات حساب صافي التدفقات النقدية بمعنى أن متخذ القرار الاستثماري يمكن أن يحدد مدى حساسية عائد المشروع الذي تدرس جدواه، للتغيرات في قيمة متغير أو متغيرات معينة يتكون منها المشروع [1]. لكن حساب أثر واحد من المتغيرات يفترض ثبات أثر المتغيرات الأخرى وفي الواقع العملي فإنه غالباً ما يقتصر تحليل الحساسية على المتغيرات الرئيسية التي يمكن أن يكون لها تأثيراً واضحاً على المشروع وهي تلك المتغيرات التي تمثل جزءاً كبيراً من التكاليف أو تؤثر تأثيراً قوياً على الإيرادات والتي من المتوقع أن تزداد قيمتها أو تنخفض بدرجة كبيرة عند إعادة الحسابات والتقديرات المتوقعة ولإجراء تحليل الحساسية على وجه الدقة هنالك خطوات يجب إتباعها وهي كما يلي:

- تحديد المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على المعيار المستخدم أو المعايير المستخدمة في تقييم المشروع الاستثماري.
- تقدير القيم الأكثر تفاؤلاً والأكثر تشاؤماً لهذه المتغيرات وكذلك هنالك القيمة الوسط الأكثر احتمالاً.
- إعادة حساب المعيار أو المعايير المستخدمة في تقييم المشروع الاستثماري.[2]

مؤشرات التقييم المالي في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية:

تضمنت معايير التقييم المالي التقليدية مجموعتين من المؤشراتٍ تشتمل المجموعة الأولى على المعايير البسيطة في التقييم، بينما اشتملت المجموعة الثانية على المؤشرات المستندة إلى خصم التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري، وسنبحث في هذه الفقرة معايير التقييم المالي من وجهة النظر الإسلامية باستخدام نفس المنهج التقليدي في التمييز بين الطرق البسيطة وطرق التدفقات النقدية المخصومة. (وسوف نعالج هذه الطرق بالقبول أو التعديل حسب الضوابط الشرعية).

---

(1) عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000م) ص337.

(2) المرجع السابق، ص338.

مؤشرات التقييم البسيطة في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية:

تضمن هذه الطريقة كلاً من فترة الاسترداد، ومعدل العائد البسيط على الاستثمار " معدل العائد المحاسبي" على الاستثمار.

فترة الاسترداد: Pay Back Period(PBP)

يعتمد هذا المؤشر (كما سبقت الإشارة لذلك) على مقدار التدفقات النقدية الصافية المتحققة من المشروع سنوياً. ويعتبر هذا المؤشر مقبولاً من وجهة النظر الإسلامية ولا بأس من استخدامه بشرط إعادة النظر في مكونات التدفق بحيث لا يشتمل على الفوائد المدفوعة أو المقبوضة. وبحيث لا يشتمل على أية مدفوعات أو مقبوضات لا تجيزها الشريعة الإسلامية.

معدل العائد البسيط (المحاسبي) على الاستثمار: (ARR)

يعتمد هذا المؤشر (والمؤشرات المشتقة منه) على الربح المحاسبي، وهذا المؤشر مقبول أيضاً من الناحية الشرعية ويمكن استخدامه بشرط إعادة النظر في مكونات الدخل (الربح المحاسبي) بحيث لا يتضمن الفوائد دائنة كانت أم مدينة.

وخلاصة القول أنّ معايير التقييم البسيطة يمكن استخدامها لغايات التقييم من وجهة النظر الإسلامية بشرط استبعاد الفوائد وما في حكمها للتوصل إلى التدفق النقدي أو الدخل المحاسبي.

غير أنّ هذا الأمر ليس بهذه البساطة، فالمسألة هنا ليست مجرد عمليات حسابية (جمع وطرح) فقط، بل إنّ استبعاد الفوائد يقتضي استبعاد المعاملات المالية التي تولدت الفوائد عنها. وقد سهلت الشريعة الإسلامية هذا الأمر حيث قدمت وسائل وأدوات أخرى بديلة أصبحت معروفة الآن بفضل إنشاء المصارف الإسلامية كالمضاربة والمشاركة والاستصناع والسلم وغيرها (ناصر، سليمان 2002).

المعايير المعتمدة على خصم التدفقات النقدية ضمن أحكام الشريعة الإسلامية:

تعتمد هذه المجموعة من المعايير على ثلاثة أسس:

ـ التدفق النقدي.

ـ الخصم (القيمة الزمنية للنقود).

ـ معدل الخصم.

ومفهوم التـدفق النقـدي يعتـبر مقبـولاً مـن الناحيـة الـشرعية بـشرط مراعـاة اسـتبعاد المكونات التي لا تقرها الشريعة الإسلامية مثل الفوائد وأية معاملات أخرى باطلة أو محرمـة شرعاً، فما هو موقف الشريعة الإسلامية من القيمة الزمنية للنقود؟ ومـا هـو معـدل الخـصم المقبول في حال اعتبار أن هناك قيمة زمنية للنقود؟

المعيار الأول: معدل خصم إسلامي للتدفقات النقدية مبني على تكلفة الأموال:

يتطلب اقتراح معدل خصم لا يتعارض مع أحكام الـشريعة الإسـلامية مناقـشة المـسائل التالية أولاً:

-معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاقتصاد الرأسمالي.

-نظرة الإسلام إلى التضخم ودور ذلك في القيمة الزمنية للنقود.

-نظرة الإسلام إلى مكونات العائد المطلوب من قبل المـستثمرين بـصفته تكلفـة عـلى مـن يريد التموُّل (الحصول على الأموال من المستثمرين).

-مكونات معدل الخصم المقبول من الناحية الشرعية ونظرة الإسلام لهذه المكونات.

-شروط استخدام معدل الخصم في الإسلام.

أولاً: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاقتصاد الرأسمالي:

تعتمد فكرة هذا العائـد في الاقتـصاد الراسـمالي عـلى وجـود عاائـد مطلـوب مـن قبـل المستثمر يحقق له تعويضاً عن الـنقص في القـوة الـشرائية للنقـود (التـضخم)، وعـن معـدل الفائدة البحت، وعن المخاطر التي سيتعرض لها نتيجة هذا الاستثمار (الشماع، 1993م).

ويعبر عن العائد المطلوب بدلاً مـن الـنقص في القـوة الـشرائية للنقـد ومعـدل الفائـدة البحت بالعائد الخالي من المخاطر الذي يعبر عنه في النظرية الاقتصادية الرأسـمالية بالفائـدة على أذونات الخزينة.

أي أن العائد المطلوب من قبل المستثمر = العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر (Bodie, Kane, Marcos 2002).

سيعتمد الكتاب على هذا المفهوم في التوصل إلى متوسط تكلفة الأموال التي يستطيع المشروع الحصول عليها من الممولين (المستثمرين) ضمن أحكام الشريعة الإسلامية عن طريق حل المشكلة الأساسية في هذه المعادلة وهي الفائدة على أذونات الخزينة (العائد الخالي من المخاطر)، إضافة إلى بيان موقف الإسلام من علاوة المخاطر كما سيأتي بحثه.

هذا ويمكن استخدام المتوسط المرجح لتكلفة الأموال Weighted Average Cost of Capital (WACC) كمعدل للخصم[1].

ثانياً: موقف الإسلام من التضخم:

يستدل من أقوال جمهور الفقهاء على أن للزمن قيمة مالية في البيوع فقط دون القروض. لقد فرَّق المؤلف في الاقتصاد الإسلامي بين الحالات التي تتعرض لها قيمة النقود الورقية من كساد أو انقطاع أو ارتفاع وانخفاض في قيمتها، قياساً على تفريق الفقهاء بين الحالات التي تعرضت لها النقود الذهبية والفضية في زمانهم[2]. ومن خلال استقراء آراء العلماء حول مسألة تغير القيمة الشرائية للنقود الورقية وتأثيرها على الديون، يمكن تلخيص هذه الآراء بما يلي:

أولاً: يرى فريق من المعاصرين بأن يتم إعادة مثل ما يترتب في الذمة في حال تغير قيمة النقود الورقية، فالنقود من المثليات والمثليات لا ترد إلا بمثلها بغض النظر عن قيمتها يوم السداد. بمعنى أن من ثبت في ذمته مائة دينار مثلاً فإنه يردها مائة دينار في المستقبل دون زيادة أو نقصان بغض النظر عن قيمة هذه المائة دينار عند التسديد[3].

ثانياً: فريق آخر من المعاصرين يرى بأن يتم إعادة قيمة ما يترتب في الذمة إذا تغيرت قيمة النقود الورقية بشكل عام.

ثالثاً: فريق يرى بأن يتم الأخذ بالقيمة في حال التغير الفاحش في القيمة فقط.

---

(1) الشماع، أحمد، الجدوى الاقتصادية للمشروعات، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن 1993م، ص 117.

(2) بن عابدين ج 4 كتاب البيوع .

(3) النووي، ج 3، 1412هـ .

رابعاً: ومنهم من يرى الأخذ بالقيمة فقط في حال حدوث التغير أثناء مماطلة المـدين في تسديد الدين مما يوقع ضرراً بالدائن بسبب تصرفات المدين.

خامسـاً: هنـاك من يرى بالصلح على الأوسـط، بمعنى أن يتحمل كل من الدائن والمدين الضرر المترتب على تغير القيمة.

سادساً: وآخرون قالـوا ببحث كل حـالـة على حدتها بسبب صعوبــة تـرجيح رأي علــى آخـر في مسالة تغير قيمة النقود الورقية.

رغم اختلاف هذه الآراء وأدلة كل طرف على ما قـال بـه ومناقـشته لــلآراء الأخـرى، إلا أن الفتوى المعمول بها هي رد المثل، وهذا مـا أفتى به مجمــع الفقــه الإسلامي فــي دورة مؤتمره الخامس المنعقد في الكويت مـن 1 إلى 6 جمادى الأولى 1409 هـ الموافق 10 إلـى 15 كانون الأول 1988 ، حيث جاء في القرار رقم 4 " ... العبرة في وفاء الديون الثابتـة بعملـة مـا، هي بالمثل وليس بالقيمة، لأن الديـون تقضى بأمثالها ".

وجمهور علماء المسلمين على عدم جواز طلب تعويض من المدين عن انخفاض القوة الشرائيـة للنقد (التضخم) في عقود القروض. فإذا اقرض شخص ما لشخص آخر مائة دينار لمدة سنة فلا يجوز له إلا استرداد مائة دينار فقـط دون زيـادة أو نقصان حتى وإن بلغت نسبة التضخم عشرة أو عشريـن أو ثلاثين بالمائة طالما أن النقود مـا زالـت في التـداول ولم تنقطع. أما فـي البيـع والتجارة فيجوز للبائع أو التاجر أو المستثمر أن يطلب تعويضاً عن الانخفاض المتوقع فـي القـوة الشرائية للنقد لكن لـيس عـلى سـبيل الإلـزام. فـإذا أراد أن يستثمر شخص مسلم مبلغاً معيناً مـن المـال (ألـف دينـار مـثلاً) ضـمن أحكـام الـشريعة الإسـلامية كالمـشاركة أو المـضاربة -لأنـه لا يملـك سـوى خيـار الاسـتثمار ليحمـي أموالـه من مشاكل التضخم، فمن حقه أن يأخذ بالاعتبـار نـسبة التـضخم المتوقعــة عنـد إعـداد دراسـة الجدوى للاستثمار الــذي سيُقدم عليه. فإذا كانـت نـسبـة التـضخم المتوقعـة 5% مثلاً فهـذا يعني بأنـه سيقوم بهذا الاستثمار إذا توقع أن يحقق عائداً أعلى من 5% وذلك للمحافظة على قيمـة الأموال المستثمرة، بـل وزيادتهـا أيـضاً. فـإذا كــان العائـد المتوقــع من الاستثمار يحقق له ذلك – ولنفرض أنه 8% مثلاً – فسيقوم بالاستثمار. إلا أنه قـد يحقق

أقل من 8% أو حتى 5% أو تحقيق خسائر، فهذا يعتمد علـى النتـائج الفعليـة للاسـتثمار لا علـى النتائج المتوقعة.

وهذا يختلف تماماً عن التعـويض الـذي يطلبـه المـستثمر فـي النظـام الربـوي مقـابل التضخم، فهو يطلب ذلك على سـبيل الإلـزام، فـفي الحـسابات الاسـتثمارية فـي المـصارف التقليدية يطلب العائد الذي يحقق له المحافظة على قيمة نقوده أو زيادة هذه القيمة على سبيل الإلزام مع ضمان المصرف لرأس المال النقـدي إضـافة إلـى الفائـدة دون أن يكـون لـه علاقة بنتائج استثمار الأموال التي أودعها، وبمـا أن المـودع لا يرغـب بالمحافظـة عـلى قيمـة نقوده فقط، بل ويرغب بزيادة قيمتها في المستقبل، وسيطلب على سبيل الإلزام نـسبـة أكـبر من 5% لا تقل عن النسبة التـي تدفعهـا الحكومـة عـلى سـنداتها قـصيرة أو طويلـة الأجـل حسب مدة الوديعة.

إذن فالإسلام لا يُحرِّم على المستثمر أن يأخذ في حـسبانه نـسبة التـضخم المتوقعـة عنـد إعداد دراسات الجدوى أو اتخـاذ القـرارات الاسـتثمارية كـدفع مالـه لآخَـر مـضاربة، فيجـوز للمستثمر المسلم أن يطلب تعويضاً عـن نسبة التضخـم المتوقعـة (تعويـضاً عـن الانخفـاض المتوقع في القوة الشرائية للنقد) للمحافظة على قيمـة أموالـه المستثمرة، وذلك بـأنّ يتـضمن العائد المطلوب من قبله نسبة التضخم المتوقعـة شرط أن يكـون ذلــك عــلى سـبيل التوقـع والطموح لا على سبيل الإلزام.

ثالثاً: نظرة الإسلام لمكونات معدل العائد المطلوب في الاقتصاد الرأسمالي:

أ-نظرة الإسلام إلى عوائد أذونات الخزينة (سندات الدين الحكومية):

لهذا النوع من السندات أهمية كبيرة في احتساب تكلفة الأموال في الاقتـصاد الرأسـمالي، فالفائدة المدفوعة عـلى السندات الحكوميــة أو أذونات الخزينة هي التي تمثل العائد الخالي من المخاطر في معادلة احتساب تكلفة الأموال من مصادرها المختلفـة في النظـام الاقتـصادي الرأسمالي.

وقد جاء في قرار المؤتمر الإسلامي الثاني لمجمـع البحـوث الإسـلامية بالقـاهرة المنعقـد في شهر محرم سنة 1385هـ الموافق مايو 1965م بشأن المعامـلات المصرفية.

(الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محـرَّم، لا فـرق في ذلـك بـين مـــا يـسمى بـالقرض الاستهلاكي، وما يسمى بالقرض الإنتاجي لأن نصوص الكتـاب والسنة في مجموعهـا قاطعـة في تحريم النوعين).

نظرة الإسلام للمخاطر:

من أهم القواعد التي أرساها الإسلام تلـك التـي نجـم عنهـا اسـتحقاق الـربح بالمـال أو بالعمل وأن المال لا يستحق الربح إلا إذا تحمل صاحبه مخـاطر اسـتثماره باسـتمرار ملكيتـه لماله، أما إذا تنازل عن ملكية هذا المال باختياره كما فـي حــالة القـرض، فـلا يجـوز لـه بـأي حـال من الأحوال أن يأخذ أي عائد على هذا المال حتى وإن تحقق ذلك، كما أنـه لا يتحمـل مخاطر استثمار أموال ماله المُقرَض. ففـي البيـع مـثلاً لا يـستحق البائــع الـربح إلا إذا تملـك السلعة (تحمل مخاطر هلاكها أو التصرف بها) ثم تصرف فيها، فلا يجــوز لـه أن يبيـع مـا لا يملك. وفـي المضاربة لا يستحق صاحب المال الربح إلا إذا تحمل مخـاطر اسـتثمار مالـه مـن خلال استمرار ملكيـتـه لهذا المال، ولا يكون المضارب ضـامنا للـمال، ولا يجـوز ذلـك في عقـد المضاربة لأنه يستحق الربح بالعمل، وأن مخاطره تتمثل في عدم تحقيقه أرباحاً تتناسب مـع جهـده المبذول، فهو يخاطر بضياع جهده في هذا العقد.

كذلك الحال في عقود المشاركات فلا يحق لصاحب المال اشتراط ربـح محدد دون النظـر إلى نتيجة استثمار المال. فيجب أن تكون الأرباح حصة شائعة مـن الربـح الـذي يتحقـق مـن استثمار الأموال، كما أن صاحب المال يتحمل الخسارة فـي حـال وقوعهـا، وهكـذا نجـد مـن أهم الشروط التي وضعها الإسلام لاستحقاق الربح الناتــج عـن اسـتثمار المـال، شرط الملكيـة والتي تتضمن بشكل مؤكد تحمل المالك مخاطر هذا المال.

وخلاصة القول أنّ الإسلام لا يقر جميع الأسس التي يـتم احتـساب تكلفـة الأمـوال عـلى أساسها في الاقتصاد الرأسمالي، وهذا يقتضي تعديل مفهوم مكونات تكلفـة الأمـوال لتتناسـب مع أحكام الشريعة الإسلامية مما يعني أن الإسلام يقبل من المستثمر أن يطلب تعويـضاً عـن النقص الذي قد يطـرأ عـلى كميـة الأمـوال وقيمتهـا إضـافة إلى تعـويض عـن المخـاطر التـي سيتحملها، شريطة أن لا يكون ذلك على سبيل الإلزام بل على سبيل التوقع.

رابعاً: مكونات معدل تكلفة الأموال المقبول من الناحية الشرعية:

يمكن تلخيص أهم أدوات التمويل التي يمكن للمشروع اللجوء إليها ضمن أحكام الشريعة الإسلامية بما يلي:

-الأسهم العادية والأرباح المحتجزة وما في حكمها.

-المضاربة الشرعية.

-التأجير.

-عقود البيوع.

وقد أصبحت هذه الأدوات معروفة للباحثين في هذا المجال مما يجعلنا نكتفي بذكرها فقط.

تكلفة الأموال المقترحة ضمن أحكام الشريعة الإسلامية:

أ-تكلفة الأسهم (رأس المال):

-الطريقة الأولى: المعادلة التقليدية:

يتكون رأس المال الأسهمي من الأسهم العادية التي تمثل حصص الشركاء في المشروع، وبطبيعة الحال فإن صيغة المشاركة كما تقرها الشريعة الإسلامية تستبعد كلياً التمويل بأسلوب الأسهم الممتازة، أما كلفة الأسهم العادية فيمكن حسابها وفقاً للطريقة التي تستخدم في المنهج التقليدي.

كلفة إصدار السهم العادي = الأرباح الموزعة للسهم في نهاية السنة ÷ (سعر السهم في بداية السنة – مصاريف الإصدار وتوزيع الأرباح + نسبة النمو المتوقعة.

ونلاحظ أن مكونات هذه المعادلة لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

-الطريقة الثانية: تكلفة الأسهم العادية حسب معادلة معدل العائد المطلوب على الاستثمار:

إنّ العائد المطلوب من قبل من سيشتري سهم المشروع أو سيشارك به هو تكلفة من وجهة نظر المشروع المحتاج للتمويل. وقد سبق القول بأن الإسلام لا يرفض هذا العائد المطلوب بل يرفض مفهوم مكونات هذا العائد الذي يعتمد

على فائدة أذونات الخزينة ويُطلب على سبيل الإلزام في الاقتصاد الرأسـمالي. فـما هـو الحـل إذن؟

إن المستثمر المسلم رشيد أيضاً مما يعني أنه سيطلب عائداً يحافظ به على كمية أمواله وقيمتها إضافة إلى عائد يعوضه عن مخاطر الاستثمار ضمن أحكام الـشريعة الإسـلامية. وقـد بينا أنه يجوز للمستثمر المسلم أن يطلب عائداً يعوضه عن التـضخم للمحافظـة عـلى قيمـة ماله المستثمر، كما بينا جواز طلبه تعويضاً عن المخاطر. ولكن هناك أمر آخر يؤثر على كمية المال المستثمر من قبل المسلم بحيث يقلل كمية هذا المال، وهذا المؤثر الـسلبي عـلى كميـة الأموال وهو الزكاة (من وجهة النظر المادية فقط) . وقد حث الرسول صلى اللـه عليه وسلم استثمار المال حتى لا تأكله الزكـاة حيـث قـال صـلى اللــه عليـه وسـلم: (ألا مـن ولي يتـيماً فليتجر بماله ولا يتركه حتى تأكله الصدقة).

هذا يعني أن المستثمر المسلم سيطلب عائداً يعوضه عن الزكاة والتضخم والمخـاطر، أي أن العائد المطلوب من قبل المستثمر = نسبة الزكاة حسب طبيعة النشاط + نسبة التـضخم + علاوة المخاطر.

ب-كلفة الأرباح المحتجزة:

لا تختلف الأرباح المحتجزة كثيراً عن سهم رأس المال، ويمكن حساب كلفة الأرباح بنفس طريقة حساب كلفة الأسهم. وهي نسبة الأرباح الموزعة إلى سعر السهم مـضافاً إليهـا نـسبة النمو. ولكن يؤخذ على هذه الطريقة أن المستثمرين ربما توفر لهم فرص استثمار أفضل مـن العائد المحقق من إعادة استثمار الأرباح في الشركة ذاتها. لذلك يمكن احتساب كلفـة الأربـاح المحتجزة عن طريق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين بنفس الطريقة الـسابقة عـن طريق أخذ مجموع نسبة التضخم ونسبة الزكاة للنشاط وعلاوة مخاطر الاستثمار.

ج-كلفة التمويل بالمضاربة:

تعتبر الأموال التي يقدمها رب المال هي رأس مال مشروع المضاربة حيث يقـوم العامـل (المضارب بالتصرف). والعائد المطلوب من قبل رب المال هو نفس العائد المطلوب عـلى رأس المال في المشاركة ولذلك فإن المضارب يتوخى أن لا يقل العائد من المـضاربة عـلى عائـد رأس المال والأرباح المحتجزة.

د-كلفة تسهيلات الموردين (الشراء بالأجل):

يمكن للمشروع أن يتبع أسلوب الشراء (شراء المستلزمات) بالأجل كواحد من أساليب التمويل الممكنة، ويتحمل المشروع كلفة هذا النوع من التمويل بمقدار الفرق بين الثمن الحاضر والثمن الآجل. ويمكن استخدام الصيغة التالية المقترحة لحساب كلفة الشراء الأجل:

$$\text{كلفة الشراء الآجل} = \frac{\text{الثمن الآجل لمدة سنة} - \text{الفوري}}{\text{الثمن النقدي (الفوري)}}$$

هـ- كلفة التأجير المنتهي بالتمليك:

يعتبر التأجير المنتهي بالتمليك أحد أساليب التمويل متوسطة وطويلة الأجل ويمكن حساب كلفة هذا النوع من التمويل اعتماداً على الفرق بين مجموع إيجارات التمويل وبين قيمة شراء الأصل نقداً كما يلي:

$$\text{كلفة التأجير} = \frac{\text{مجموع الإيجارات} - \text{ثمن الأصل النقدي}}{\text{ثمن شراء الأصل نقداً} \times \text{مدة الإيجار بالسنوات}} \times 100$$

وبالتالي تصبح كلفة مصادر التمويل المختلفة عبارة عن المتوسط المرجح لكلفة المصادر المختلفة من التمويل كما يلي:

ك و = ك م × وم + ك ح x وح× ك ض × و ض + ك ش × و ش + ك ت × و ت

حيث : ك و = كلفة التمويل المرجحة

ك م = كلفة الأسهم العادية	و م = الوزن النسبي لرأس المال
ك ح = تكلفة الأرباح المحتجزة	و ح = الوزن النسبي للأرباح المحتجزة
ك ض = كلفة أموال المضاربة	و ض = الوزن النسبي لأموال المضاربة
ك ش = كلفة الشراء بالأجل	و ش = الوزن النسبي للشراء بالأجل
ك ت = كلفة التأجير المنتهي بالتمليك	و ت = الوزن النسبي للإيجار المنتهي بالتمليك

حيث تم استبعاد كلفة الأسهم الممتازة وكلفة الدين (الفوائد) تماماً من هذه المعادلة كون ذلك محرم شرعاً لأن فيها رباً.

خامساً: شروط استخدام معدل الخصم المبني على تكلفة الأموال في الإسلام :

من خلال العرض السابق يشترط في معدل الخصم الذي يمكن استخدامه في الاقتصاد الإسلامي ما يلي:

- أن يكون خال من الفوائد الربوية.

- أن يكون العائد المطلوب لتعويض القيمة الزمنية في البيوع والعقود التي لا تنطوي على بيع النقد كما هو الحال في القروض بفائدة.

- أن يكون العائد المطلوب من قبل المموِّل على سبيل التوقع لا الالزام قبل إبرام العقد المقبول شرعاً من حيث زيادة الثمن الاجل عن الثمن النقدي.

المعيار الثاني: اقتراح نسبة العائد التشغيلي القطاعي كمعدل للخصم ضمن أحكام الشريعة الإسلامية.

يمكن استخدام هذه النسبة كمعدل للخصم بحيث يتم تقسيم الأنشطة الاستثمارية إلى قطاعات (صناعة/ تجارة/ زراعة / خدمات ...إلخ) كما يتم تقسيم القطاعات إلى ثلاثة مستويات حسب الأموال المستثمرة (مستوى صغير / متوسط / كبير)

من خلال قوائم الدخل لهذه الأنشطة يتم استخراج نسبة العائد التشغيلي لكل مستوى في القطاعات بالنسبة التالية:

$$\frac{\text{صافي الربح التشغيلي}}{\text{اجمالي الموجودات}}$$

يستخرج متوسط العائد التشغيلي لكل مستوى ضمن النشاط بجمع النسب المستخرجة من المعادلة أعلاه وقسمتها على عدد الشركات في كل مستوى س/ ن.

حيث (س) تمثل مجموع النسب و(ن) تمثل عدد الشركات.

أنّ الشركات الداخلة في هذه النسبة هي الشركات الناجحة فقط.

متطلبات استخراج هذه النسبة:

معلومات دورية يتم تجميعها وتبويبها وإدخالها في الكمبيوتر وإصدار نشرة دورية بالمؤشرات.

أن تكون المعلومات المقدمة إلى الجهة المسئولة عن الإصدار معلومات سرية وغير قابلة للنشر.

الفصل العاشر

الأسواق المالية والبورصات

مفهوم الأسواق المالية:

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين أحدهما مادية، وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال السلع والخدمات، ويطلق عليها الأسواق الحقيقية، والأخرى مالية تتعلق بحركة التدفقات النقدية وتداول الأصول المالية ويطلق عليها الأسواق المالية.

والسوق المالية بمعناها الواسع تمثل مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلي مثيلاتها في شكل تيار مالي مستمر، وهي على هذا النحو تؤدي دوراً بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات تحريك رؤوس الأموال[1].

وعرفها آخر بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراء وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلي قطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين)[2].

ويمثل مصدرو الأوراق المالية للمشروعات الخاصة والهيئات الحكومية جانب الطلب على الأموال، وتمكنهم سوق الأوراق من الحصول على احتياجاتهم التمويلية، ففي الدول الرأسمالية، تعمل أسواق الأوراق المالية على توجيه المدخرات الاستثمار في الصناعات التي تتميز بارتفاع إنتاجية رأس المال، كما تتمكن الحكومة من خلال أسواق الأوراق المالية أيضاً من تمويل خططها الاتفاقية بدلاً من اللجوء إلي الأساليب التضخمية، ويمثل المدخرون (مستمر الأوراق المالية) جانب عرض الأموال، الذين يفكرون كثيراً قبل التخلي عن مدخراتهم لفترات[3].

---

(1) د. عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، القاهرة: د.ن، 2006م ص3.

(2) د. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2006م، ص21.

(3) المرجع السابق، ص21.

كما عرفه بعض المعاصرين بتعريفات عدة أن سوق الأوراق المالية أو البورصة هي المكان التي يتلاقى فيه الصيارفة وسماسرة الأوراق المالية لإجراء المعاملات في الأوراق المالية[1].

أهمية الأسواق المالية:

يؤدي سوق المال وظائف تفسر وجودها وأهميتها في الاقتصاد الوطني، هذه الوظائف من خلالها يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها وتتجلى أهمية سوق المال بالوظائف الآتية[2]:

أ. تقوم السوق بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيط بين المقرض والمقترض فهي تساعد بفاعلية على ترصين عملية تكوين رأس المال من خلال الاستخدام الأفضل للموارد.

ب. توسيع قاعدة الملكية والمديونية لتمويل رأس المال.

ج. إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للموجودات المالية التي يصعب تصوريها في حالة غياب هذه الأسواق.

د. توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروة.

ه. حركة الأسواق ونشاطها مؤثر لحركة الاقتصاد الوطني.

و. كما أنها تجعل الاستثمار في الأصول المالية أكثر جاذبية وأقل مخاطرة، حيث تسمح للمدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة ويسر عند الحاجة لاسترداد الأموال أو عند الرغبة في تدوير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم وتتم عملية تبادل الأوراق المالية بإحدى وسيلتين: مباشرة حين يقوم المقدمين بشراء الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات والحكومة مباشرة، وغير مباشرة حيث يقوم بشراء الأوراق المالية وسيط مالي ثم يقوم ببيعها للأفراد[3].

---

(1) د. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية للأسهم والسندات، الأردن: دار النفائس، 1999م، ص23.

(2) د. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2004م، ص112.

(3) د. عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص21.

مقومات الأسواق المالية:

طبقاً لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفاعليتها تستدعي مجموعة مقومات يجب توافرها وبهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات، أحدهما أساسية وأخرى مساندة تساهم في تدعيم وفاعلية السوق المالي وفيما يلي إيجاز هذه المقومات.

أ/ المقومات الأساسية:

1. مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم، الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، أما التنظيم فيعكس بكفاءة وفاعلية السياسات المالية والنقدية وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.
2. فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلفة والخاصة، ويتبعها من أنظمة وقوانين.
3. تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.
4. مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسوق الإصدارات.
5. حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلي استثمارات مختلفة الآجال إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

ب/ المقومات الساندة:

سميت بالساندة لأنها تساهم في تطوير ونجاح السوق، وإضفاء صفة العمق والاتساع، ومن هذه المقومات[1]:

1. نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفوءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.
2. أنظمة كفوءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق، وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.

---

(1) المرجع السابق، ص ص112-113.

3. تشريعات تقتضي صفة المنافسة الكاملة ومـنح الاحتكـار، بـشكل يجعـل الـسوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب.
4. هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشئون المال.
5. تشريعات وأحكام تحمـي المـستثمرين مـن الغـش والتلاعـب وتحديـد التـصريفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئة.

أنواع الأسواق المالية:

هنالك عدة أنواع للأسواق المالية حيث تنقسم أسواق المالية إلي:

1. سوق الإصدارات أو الأسواق الأولية.
2. سوق التداول أو السوق الثانوية.

1/ السوق الأولية (سوق الإصدار):

يتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية، السندات،..... الـخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسـسات والوحـدات الاقتـصادية لأول مـرة بغـرض الحـصول عـلى الأموال لتمويل احتياجاتها المالية، تتمثل الإصدارات في هذه الـسوق إصـدارات الأسـهم التـي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضـافة إلي المـستندات سـواء كانـت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحقق لها الإصـدار، ويمثـل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب عن الاستثمار(1).

2/ السوق الثانوية (سوق التداول):

يجري التعامـل في هـذه الـسوق عـلى الأوراق الماليـة التـي سـبق إصـدارها من قبل في سوق الإصـدار، حيـث يكـون أطـراف التعامـل في هـذه الـسوق هـم حملة الأوراق المالية مـن جمهـور المـستثمرين سـواء كـانوا أفـراداً أو شركـات أو صناديق استثمار ومن أهم خصائص هذه السوق، توفير عنصر الـسيولة لحـاملي

---

(1) د. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005م)، ص26.

الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم وسندات عند الحاجة إلي قيمتها نقداً، وتجدر الإشارة إلي أهمية سوق التداول ومدى تأثيره على سوق الإصدار، حيث قد يحجم المستثمرون عن دخول السوق الأولي وبالتالي شراء الإصدارات الجديدة، كما أن سوق التداول يلعب دوراً هاماً بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشداً لهذه الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة[1].

يقصد بالسوق الثانوي (الثاني) بالسوق الذي تتداول فيها الأوراق بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو أحد المؤسسات المالية المتخصصة ويطلق عل هذا السوق بالبورصة . وقد يتخذ السوق " أي التداول " شكلين هما :

-الأسواق المنظمة:

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة نيويورك وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم والتي يطلق عليها أحيانا بالمجلس الكبير .

أما البورصات المناطق أو البورصات المحلية في الولايات المتحدة فتتعامل فما تبقى من الأوراق المالية المسجلة وهي في العادة أوراق مالية لمنشات صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق للمنشاة أو في المناطق القريبة منه، هذا لا يوجد ما يمنع من أن تعامل تلك البورصات في الأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية

وتؤدي البورصات الحلية خدمات مميزة للعديد من الأطراف ، فإلى جانب الخدمة التي تؤديها إلى صغار المستثمرين في المنطقة التي تقع فيها تتيح البورصة المحلية للسماسرة .

---

(1) المرجع السابق، ص26.

من غير القادرين الحصول على مقعد في إحدى البورصات المركزية هذا وتـوفر البورصـة العديد من أكـشاك التلفـون لتيـسير سـبل الاتـصالات بـين مكاتـب السمـسرة بالخـارج وبـين الأعضاء المستثمرين في أرض البورصة

-الأسواق غير المنظمة :

يطلـق إصـلاح الأسـواق غـير المنظمـة عـلى المعـاملات التـي تجـري ارج البورصـات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التـي تتولاهـا السمـسرة المنتـشرة في جميـع أنحـاء الدولة

ولا يوجد مكان محدد لا جراء المعاملات غذ تتم من خلال شبكة اتصالات قويـة تتمثـل في خطوط تلفونية أو أطراف للحاسـب الآلي أو غيرهـا مـن وسـائل الاتـصال الـسريعة ، التـي ترتبط بين سمسار والتجار المستثمرين والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم لـه أفـضل سعر ولعل هذا ما يدعي فيشر وجور دان غل اعتبار الأسواق غير المنتظمة طرقـا للمعـاملات أكثر من كونها لإجراء المعـاملات . وحتـى شـهر مـايو عـام 1975 كـان ينظـر إلى الـسوق غـير المنظمة في الولايات المتحدة على أنها السوق التنافسية، على أساس أن عمولة السمسرة تحدد في تلك السوق – على عكس الأسواق المنظمة تتحدد أيضا بالتفاوض

وتتعامـل الأسـواق غـير المنظمـة أساسـا في الأوراق غـير المـسجلة في الأسـواق المنظمـة (البورصات) وعلى الأخص السندات ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة مـا يكـون نطـاق أضـيق كما أنه يكاد أن يقتصر عل اسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظمها المؤسـسيين أو أفـراد عائلاتهم .

غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامـل في الأوراق المـسجلة في الأسـواق المنظمـة وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشات الأعمال وفقا لتعريـف الـسوق غـير المنظمة يعتبر كل بمثابة صانع سوق الأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيه ، حيـث يقـوم بالاحتفاظ بمخزون منها يتيح للـراغبين في شرائهـا وجـود مركـز دائـم لبيعهـا كنـا يتـيح أيـضا للراغبين في بيعها وجود دائم للشراء .

وهكذا يلعب هؤلاء التجار دور تاجر الجملة الـذي يبيـع أو يـشترى مـن تجـار آخـرين وتجارة التجزئة ، وبصرف النظر عن نوعية النشاط إذا كانت تجارة جملـة أو تجـارة تجزئـة ، فإن الورقة المالية الواحدة عادة ما يتعامل فيها اكثر من تاجر واحد بـل يـتراوح عـدد التجـار الذين يتعاملون في ورقة مالية معينة مابين 15إلى 20تاجر .

وفي السوق غير المنظم يتحدد سعر الورقة بالتفاوض و عادة ما تسبق عمليـة التفـاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار (هـم في حقيقـة الأمـر بيـوت للسمسرة تمارس الاتجار) وفي الدول المتقدمة عادة ما توجد شبكة قوية من أطراف الحاسـب الآلي.

توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل فيها و يمكن للسمسار أن يضغط على زر خاص حسب طلبة ليعرف السعر الجاري للورقة التي يرغب في معرفة قيمتها الـسوقية لـدى التجار (بيوت سمسرة أخرى) المتعاملين فيها و على أساسه يبـدأ التفـاوض عـلى الـصفقة مـع التاجر الذي يقدم أفضل الأسعار .

وفي هذا الصدد يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار ,الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب , مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشترين ,وهكذا إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامـل في الورقـة المعنيـة عـلى أقـل دخول مشترين إضافيين أو بائعين إضـافيين -حـسب الأحـوال -عنـدما يتقـرر إعـادة التعامـل فيها,مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب.

هذا ولا بد أن أشير إلى وجود اختلاف بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة حيـث تتميز الأسواق المنظمة بوجود مكان محدد يلتقي قيه المتعاملين بالبيع والشراء ، ويـدار هـذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق .

إن التعامــل في الأوراق الماليــة يتطلــب ضرورة أن تكــون هــذه الأوراق المسجلة بتلك الأسواق فالأسواق غير المنظمة على عكس من ذلك هذا ويتكون السوق المنظم - الذي هو أحد مكونات السوق الثاني – إلى أسواق فرعية وهي

السوق الثالث والسوق الرابع إضافة إلى أسوق أخرى تخلقها مجموعة أخرى من صناع السوق وتكون الأسواق غير المنظمة كالتالي :

-السوق الثالث :

يمثل أسواق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وأن كان لهمن الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في المواقع أسواق مستمرة عل استعداد دائم لشراء لبيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرا وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما الجمهور من العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك الاستثمارية التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق وهو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث .

وكان الدافع وراء خلق ونمو ذلك السوق هو عدم تمتع مؤسسات الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة وعليها فقد وجدت تلك المؤسسات ت ضالتها في اسوق الثالث الذي يتبع لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغرى يضاف إلى ذلك سبب أخر هن شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوب أضافه إلى كفاية ما لديهم من رأس المال وعندما ما حاولت المؤسسات التغلب عل تلك المشاكل بالحصول على عضوية مباشرة في الأسواق المنظمة تلك المخولة لنجا ح في السوق المحلية .

أما قدرة بيوت السمسرة – المتعاملة في السوق الثالث – على منح خصم في العملة فتراجع إل ثلاث أسباب :

أولهما – أن السماسرة في ذلك السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة.

ثانيهما – أنه طالما أن تلك البيوت تتعامل مع كبار المستثمرين أو مع بيوت صغيرة للسمسرة فإن الخدمات التي تقدمها لهم عادة تكون محدودة فهؤلاء

العملاء لديهم خزائن لحفظ الأوراق المالية التي يشترونها كما أنهم ليسو ا في حاجة لخدمات مساعدة عند إعادة بيع ما سبق مما اشتروه من أوراق وأخيرا فإن البيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة وهو ما يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تؤديها، وجدير بالإشارة أنه على الرغم من اختفاء دوافع وجود تلك اسوق تلك الدوافع التي تمثلت أساسا في الحد من عمولة مدفوعة فإنها ظلت نشطة حتى اليوم .

ب-السوق الرابع :

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات للسماسرة ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لاتمام الصفقة ، يساعده في ذل شبكه قوية من تليفونات أو أطراف الحاسب الآلي ، هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها من ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله ، بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر ، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثير عن عمولة السمسرة ، كما قد يحصل عليها صفقته بصفته أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته. في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر ، كما فد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين ، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا الأسواق المنظمة وغير المنظمة

- الأسواق الأخرى :

إلى جانب الأسواق الثلاث التي سبقت الإشارة إليها ، هناك أسواق أخرى يخلقها – بطريق مباشرة أو غير مباشرة – السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بنهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضاها وتمارس النشاط في هذه الأسواق سماسرة الخصم وتجار الطلبيات الكبيرة .

ويمكن أيضاً تقسيم السوق المالي إلي:

1/ سوق النقد:

تعد سوق النقد الأبعد وجوداً وتطوراً من سوق رأس المال فهو سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشترى به أوراق الدين قصير الأجل، مواصفات النقد أنها لا تتحد بهيكل تنظيمي موحد، أن تشكل مجموعة المصارف بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً بنشاط السوق[1].

لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لإدارتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطر منخفضة جداً لأن قيمتها الاسمية شبه مؤكدة ولا تتحمل أي خسائر رأسمالية لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني القوي، ويؤدي سوق النقد دوراً مهماً في الاقتصاد الوطني، وتنعكس أهمية هذا الدور في الجوانب الآتية[2]:

أ. تأمين السيولة للجهاز المصرفي، حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.

ب. سوق النقد تلعب دوراً في رسم السياسة النقدية للدولة، إذ يقوم البنك المركزي بإحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل (المباشر وغير المباشر) في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

ج. يوفر السوق فرصة لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطرة منخفضة جداً، ذات قابلية تسويقية عالية.

2/ سوق رأس المال:

مفهوم رأس المال وأهميته:

يعرف سوق رأس المال بأنه (سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات)، طبيعة هذه الأسواق

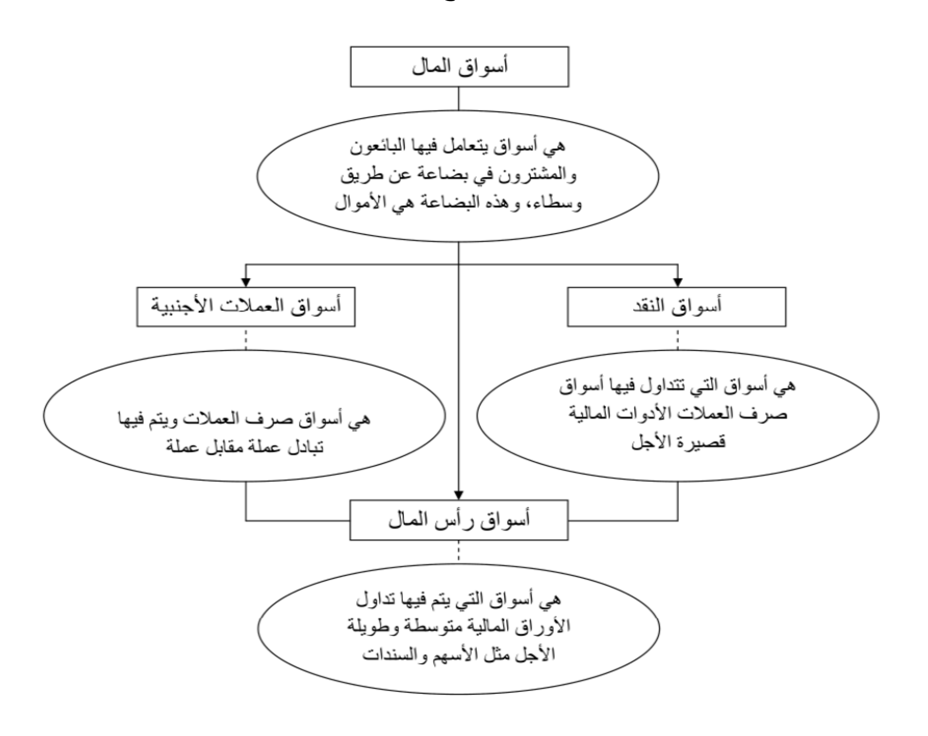
---

(1) د. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص114.

(2) المرجع السابق، ص115.

تتسم بالمخاطرة لطول آجالها، لذلك أولوية نظرة المستثمر نحـو العائـد المرتفـع قياسـاً بـذلك العائد في سوق النقد[1]. هذا من جانب ومن جانب آخر يتميز هذا السوق عن سـوق بكونـه أكثر تنظيماً، وكبر حجم الصفقات المنفـذة بـه مـن قبـل المتخصـصين والمتعـاملين في الـسوق، الذين يلعبون دوراً مهـماً في تفعيـل حركـة التـداول، تلعـب سـوق رأس المـال دوراً حيويـاً في تطوير منشآت الأعمال ونموها، لكونها تمثل قناة لتدفق الأموال، التي تشكل الأسـهم بأنواعهـا وأدوات المديونية طويلة الأجل سلعة هذه الأسواق، وتتجلى أهمية السوق مـن إضـفاء صـفة العمق والاتساع للورقة المالية، والمرونـة النـسبية في تـسييلها، لأن تنظيمهـا يزيـد مـن سرعـة تداول الورقة المالية، أي أنها تـوفر اسـتمرارية وقيمـة عادلـة للوراقـة الماليـة، وفرصـة تمويـل مختلف القطاعات[2]. وإن الأوراق المالية هو جزء من سوق المال يتضح من الشكل التالي:

شكل يوضح أسواق المال



(1) المرجع السابق، ص121.

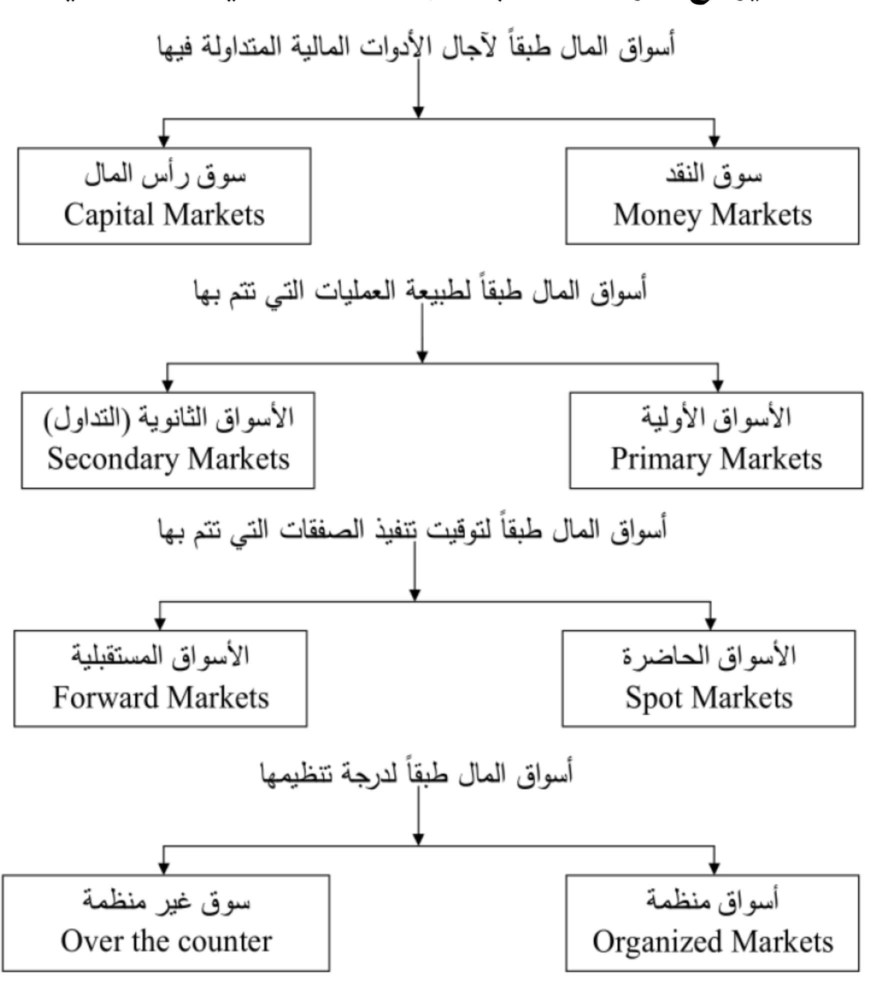
(2) المرجع السابق، ص120.

المصدر: د. عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: د.ن، 2006م)، ص4.

الأنواع المختلفة لأسواق رأس المال:

يمكن تصنيف الأسواق المالية طبقاً لأكثر من أساس، فإذا نظرنا إليها على أساس الهدف من التصنيف نجد أن التقسيمات الشائعة لها تتمثل في:

شكل يوضح أسواق المال طبقاً لآجال الأدوات المالية المتداولة فيها



المصدر: د. عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: د.ن، 2006م)، ص5.

أسعار البورصة:

للسلع والأسهم والسندات والصكوك المعروضة في البورصة أسعار متعددة لكن أهمهما سعر التداول :

* عوامل تحديد السعر في البورصة:

1) نجاح الشركة أو فشلها.
2) ظروف القطاع والصناعة ومؤشراتها.
3) الوضع الإقتصادي.
4) الأزمات المالية والسياسية.
5) قوى العرض والطلب.

* حكم التسعير ووضع حد أعلى أو أدنى:

1) الأصل منع التسعير وترك السوق للمنافسة الحرة بين المتعاملين، وتفاعل قوى العرض والطلب.
2) الأصل حرمة أكل أموال الناس بالباطل.
3) الأصل المصلحة العامة ومنع الظلم.
4) الأصل منع الإحتكار والخداع والغش.

* أدلة تؤيد هذه الأصول:

1) حديث (غلا السعر فقال: إن اللـه هو القابض الباسط الرازق، وإني لأرجو أن ألقى اللـه ولا يطلبني أحد بمظلمة ظلمتها إياه في دم ولا مال).
2) حديث آخر: (بل اللـه يخفض ويرفع).
3) قوله تعالى: {يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم}.
4) أثر عمر مع حاطب.
5) اتفاق جمهور العلماء على حرمة التسعير في الظروف العادية، واعتباره ظلماً وأكلاً للمال بالباطل إلا عند الحاجة والضرورة.

ومن ثم:

1) تترك الأسعار لقوى العرض والطلب.

2) تحديد الحد الأعلى والأدنى هو من المصلحة العامة المتروكة لتقدير ولي الأمر.

أنواع الأوامر:

أولاً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

وهي عبارة عن الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ العملية من عدمه.

وبالتالي يمكن للعميل أخذ المواقف التالية:

1. البيع أو الشراء بأفضل سعر وهذا يلزم السمسار وفقاً لمبدأ حسن النية بذل قصارى جهده.
2. تحديد سعر معين: وعلى السمسار أن يلتزمه أو أفضل منه بحيث يبيع بأعلى مما حدد له أو يشتري بأقل مما حدد له (حسن النية).
3. السعر التقريبي: على السمسار (بذل الجهد + حسن النية).
4. ترك تحديد السعر المناسب وفقاً لتقدير السمسار.
5. التحديد بسعر الافتتاح أو الإقفال.

الأسواق المالية والبورصات وأنواعها:

لقد كانت حاجات الناس في العصور الأولى من حياتهم قليلة ومحددة وكان التعامل لا يتعدى بضع عمليات ضئيلة غير أن تقدم المدنية وزيادة عدد السكان وتعدد حاجاتهم وضرورة إشباعها اقتضى ذلك وجود أماكن عامة يلتقي فيها الناس لتبادل المنافع بيعاً وشراءً فأطلق اسم السوق في اللغة الجارية على مكان البيع والشراء[1]، وهكذا أصبحت كلمة السوق تطلق في اللغة على مكان جغرافي تباع فيه السلع وتشترى وقد تكلم بن خلدون عن الآلة التي يحدث بواسطتها التعبير عن القيمة وهي السوق وكذلك اللغة التي يتم بها ذلك التعبير وهي الأثمان وقد عرّف ابن خلدون السوق بأنها تلك تشتمل على حاجات الناس منها الضروري وهي الأقوات مثل الحبوب بكل أنواعها ومنها

---

(1) السوق موضع البيع والشراء والتعامل وتذكر وتؤنث أنظر بن منظور لسان العرب دار صادر بيروت عام 1956م ص 167ـ168 أنظر أيضاً العلامة الشيخ محمد رضا معجم متن اللغة ج3 مكتبة الحياة بيروت عام 1956 ـ ص 252 رائد الإقتصاد بن خلدون الكتب المعربة 1944 ص 61.

الحاجي والكمالي مثل أدوات البناء والكهرباء والملابس والآنية والأحذية والفواكه وما شابه ذلك.

ولقد كان لسهولة المواصلات ورفع قيود التجارة والتوسع الإقتصادي والإنتاج الكبير وصناعات التصدير اثر عميق في تعديل السوق التي عرفت في زمن ابن خلدون وفي القرون الوسطى بصفة عامة فقد أصبحت السوق دولية أو عالمية بالنسبة لكثير من المنتجات وتحررت عن مكان الإنتاج حتى أن أعظم سوق للمواد كانت توجد في لندن وهامبورغ أما قبل هذا التوسع والتطور فقد كانت السوق محلية تتبع المدينة الموجودة في الأهمية والاتساع والكثرة السكانية[1].

السوق في اصطلاح الاقتصاديين:

أما في علم الاقتصاد فقد استخدمت كلمة السوق في المعنى السابق بكثير معنى لا يشير إلى مكان مادي أياً كان طبيعته بل يشير إلى مجموعة العلاقات المتبادلة بين البائعين والمشترين الذين تتلاقى رغباتهم في تبادل سلعة خدمة معينة ومحددة وبذلك تكون السوق هي الحيز الذي ينتشر بائعي ومشتريي سلعة أو خدمة ما انتشاراً لا يمنعهم من الاتصال بعضهم ببعض اتصالاً تاماً وقد يكون هذا الحيز قرية أو حياً أو مدينة أو قطراً أو إقليما كما قد يشتمل العالم بأسره [2].

وبتقدم وسائل الاتصال صار من الميسور أن يتصل مشتر في طرف من أطراف الأرض ببائع في الطرف الآخر وبهذا صارت أسواق عديدة من السلع كالقطن والسكر أسواقاً عالمية وفي السوق الواحدة تباع السلعة الواحدة بسعر واحد هذا بغض النظر عن فروق الأسعار الناشئة عن اختلاف مواعيد التسليم أو تكاليف الترحيل أو الرسوم الجمركية أو ما عداها من نفقات يقتضيها نقل السلعة في الزمان أو المكان [3] ولكن تكاليف النقل قد تضيق أسواق سلع بعينها كما هي الحال في الطوب والحجر والاسمنت أو مواد البناء

---

(1) انظر محمد على نشأت

(2) أنظر معجم العلوم الاجتماعية إعداد نخبة من الأساتذة المصريين والعرب المتخصصين مراجعة إبراهيم مدكور الهيئة المصرية للكتاب 1975 ـ ص 323.

(3) أنظر المصدر السابق ص 324.

عموماً التي إذا نقلت بعيداً ارتفع ثمنها أضعافا مضاعفة مما يؤدي إلى بوارها ويقال أن سوق سلعة ما (سوق كاملة) إذا كان جميع من يقبلون على الشراء أو على البيع على علم تام بالأسعار التي تعقد بها الصفقات.

وبجمع الكميات المطلوبة والمعروضة وخصائصها الطبيعية وتوافر هذه الشروط يجعل السعر في جميع إنحاء السوق واحداً وتبتعد السوق عن الكمال كلما ذاد اختلاف السعر بالنسبة للسلعة في جزء من أجزاء السوق في الأجزاء الأخرى ومن الأسواق شبه الكاملة أو الأقرب إلى الكمال سوق الأوراق المالية وسوق الذهب وأسواق المحاصيل العالمية كالقطن مثلاً (1) وتقسم الأسواق أقساما مختلفة باعتبارات مختلفة فمن حيث استمرارها قد تكون دائمة كسوق الأوراق المالية أو مؤقتة كأسواق القرى والمعارض ومن حيث اتساعها قد تكون محلية كأسواق المدن أو عالمية كسوق السكر ومن حيث أنواع السلع المتداولة تقسم الأسواق أقساما شتى لكل سلعة أو لكل مجموعة من السلع سوقها ومن ذلك أسواق العملات الأجنبية وأسواق المحاصيل الزراعية كالقمح والأرز وأسواق المنتجات الصناعية كالحديد الصلب والآلات وغيرها.

ومن حيث الغرض من استخدام السلعة إلى سوق (سلع الإنتاج) وسوق سلع الاستهلاك) (إلى سوق الجملة) وسوق التجزئة [(2)].

وتدور معظم هذه التقسيمات طبيعياً حول موضوع هذه الظاهرة وكل قسم من هذه الأقسام ينقسم بدوره حسب الغرض من الاستخدام إلي منتجات اقتصادية استهلاكية تفي بحاجات أفراد المجتمع بوصفهم مستهلكين ومنتجات اقتصادية إنتاجية ينتجها المجتمع بغرض إعادة استخدامها في العملية الإنتاجية وكما ذكرت آنفاً من الأسواق شبه الكاملة سوق الأوراق المالية والتي ألقت بظلالها الاقتصادية علي كثير من البلدان وهناك مجموعة من المفاهيم تتصل بأسواق الأوراق المالية نبدأ بتعريفها وهي سوق مستمرة ثابتة المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة في الغالب تكون يومية يحضر فيها أصحاب الأموال والسماسرة ومعاونيهم للتعامل في الأوراق

---

(1) أنظر د. عبد العزيز مرعي المصدر السابق ص 250.

(2) معجم العلوم الاجتماعية، مرجع سابق، ص 324

المالية وذلك وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتعريف أخر يـري أنهـا أمـاكن اجـتماع النـاس وتجري فيها المعاملات في أوقات محددة من قبل وأُعلم عنها علي الأوراق المالية.

ويتم ذلك عن طريق السماسرة والمحترفين والمؤهلين والمتخصـصين في هـذا الـشكل مـن المعاملات علي أن يتم التعامل بوضوح وعلانيـة كـان ذلـك سـواء بالنـسبة لـلأوراق الماليـة أو بالنسبة للأسعار التي اتفق عليها عن كـل نـوع وتمثـل سـوق رأس المـال بـصفة عامـة مجـال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل.

ويعمل في هذا السوق بنوك الاستثمار وشركـات التـامين والبنـوك المتخصـصة وصـناديق المعاش والادخار حيث من خلاله تداول الأصول الماليـة كالأسـهم والـسندات سـواء كـان عنـد إصدارها الأول أو عند تداولها بعد ذلك وتعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آليـة يـتم خلالهـا تداول الأصول المالية بيعا وشراء.

وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلي القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي ويعكس أسواق الأوراق المالية فوائـد عدة تعود علي كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المـستثمرين) ويمثل مصدروا الأوراق المالية المشروعات الخاصة والهيئات الحكومية جانب الطلب علي الأمـوال وتمكنهم سوق الأوراق المالية من الحصول علي احتياجاتهم التحويلية.

ففي الدول الرأسمالية تعمل أسواق الأوراق المالية على توجيـه المـدخرات للاسـتثمار في الصناعات التي تتميز بارتفـاع إنتاجيـة رأس المـال كـما تـتمكن الحكومـة مـن خـلال أسـواق الأوراق المالية أيضا تحويل خططها الاتفاقية بدلاً من اللجوء إلى الأسـاليب التـضخمية ويمثـل المدخرون (مستثمرو الأموال) جانب عرض الأمـوال والـذين يفكـرون كثـيراً قبـل الـتخلي عـن مدخراتهم لفترات.

وهنا تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية إذ أنها تجعل الاستثمار في الأصـول المالية أكثر جاذبية واقل مخـاطرة حيـث تـسمح لـك بالحـصول عـلى الأصـول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة ويسر عند الحاجة لاسترداد الأمـوال أو

عند الرغبة في تدوير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم وتتم عملية تبادل الأوراق المالية بإحدى وسيلتين يقوم المقرضين بشراء الأدوات المالية التي تصدرها المشروعات والحكومة مباشرة وغير مباشرة حيث يقوم بشراء الأوراق المالية وسيط مالي ثم يقوم ببيعها للأفراد وثمة معايير متعددة يمكن على أساسها تصنيف الأوراق المالية فقد يتم التصنيف على أساس نوع الأصل سوق أدوات الدين وسوق أدوات الملكية.

ويتم خلال الأولى تداول السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال والحكومة ويتم خلال السوق الثانية تداول الأسهم التي تصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال كما قد يتم التصنيف لأسواق الأوراق المالية تبعاً لأجل الورقة المالية المصدرة وأقول فانه يقصد بأسواق رأس المال الحاضرة ما يطلق عليه تجاوزاً أسواق الأوراق المالية ففي هذه الأسواق يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها عند التعاقد في مقابل انتقال ملكيتها له على الفور وهي بذلك تختلف عن الأسواق المستقبلية التي ينفذ فيها العقد في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويستلمها في تاريخ لاحق وذلك إذا ظل راغباً في شراءها وذلك على النحو الذي سيعرض له الكاتب عند تناول أسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية.

وكان من الضروري التركيز على أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأميركية حيث تتميز بالتعدد والتنوع مما يتيح للباحث قدر من المعرفة الشاملة بشأن تلك الأسواق.

وكي يتحقق هذا الهدف سوف أتحدث من خلال هذا المبحث إلى أربعة أقسام القسم الأول يتناول بنكير أو بنك الاستثمار الذي يطلق عليه السوق الأول باعتباره المختص بإصدار الورقة المالية وطرحها للبيع لأول مرة ثم القسم الثاني الذي يتضمن الأسواق المنظمة (البورصات) وغير المنظمة بما فيها السوق الثالث والسوق الرابع وأسواق أخرى.

يأتي بعد ذلك القسم الثالث الذي يتناول كيفية تحديد الأسعار والأوراق المالية في الأسواق فالقسم الرابع الذي يعرض تباين ممارسات صناع السوق في الأسواق المنتظمة وغير المنتظمة

السوق الأول:

يقصد بالسوق الأول السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية وعادةً ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادةً ما يكون مؤسسة مالية متخصصة مثل مارلنش ومؤسسة بوسطن الأولى ومورجان ستانلي وإخوان سالومون في الولايات المتحدة وفي الدول تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة.

كما يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور وكما يبدو فان بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف كما أن تمويله لشراء الإصدار على النحو المشار إليه لا يمثل استثماراً دائماً بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع ولا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهنالك طريقين آخرين وهما الأسلوب المباشر والمزاد.

ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة كي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها أما المزاد فهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأميركية لتصريف ما تصدره من أوراق وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراءها وسعر الشراء.

ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار ونظراً لأن الاعتماد على بنوك الاستثمار هو الأسلوب السائد في إصدار أسهم وسندات منشآت الأعمال التي هي المحور الأساسي لاهتمامنا فإنها ستحظى بتغطية تفصيلية فيما تبقى من هذا القسم إذا نبدأ أولاً بالتعرض لكيفية اختيار بنك الاستثمار الذي يتولى الإصدار ثم نتعرض بعد ذلك للمهام الرئيسية التي يتضلع بها، يلي ذلك الإجراءات التي يتبعها لتسجيل الإصدار على أن يعطي اهتماماً خاصاً بنظام التسجيل على الرف.

إختيار بنك الاستثمار:

قبل اختيار بنك الاستثمار هناك قرارات رئيسية ينبغي أن تتخذها المنشأة المعنية وهـي تحديد حجم الأموال المطلوب الحـصول عليهـا وتوقيـت الإصـدار ونـوع الورقـة التـي ينبغـي إصدارها أي ما إذا كانت سهم أو سند وهذه القرارات تعتبر مبدئية إذ قـد يعـاد النظـر فيهـا بناءً على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيقع على الاختيار.

يتم اختيار المنشأة لبنك الاستثمار بأحد أسلوبين:ـ التفـاوض المبـاشر لا يتوقـع أن يكـون عدد البنوك التي يجر معها التفاوض كبيراً ذلك عادةً ما يكون مع بنوك ذات خبرة سابقة مـع المنشأة كما أن بنوك الاسـتثمار ذاتهـا متخصـصة فبعـضها يتخـصص في تـصريف أوراق ماليـة لأنواع معينة من المنشآت.

أما أسلوب العطاءات فبمقتضاه يتنافس عدد من بنوك الاستثمار كي يرسو عليهـا عطـاء الإصدار وتتم المفاضلة بين العطاءات على أساس التكاليف التي تتكبدها المنشأة ففي حـالات السندات يقع الاختيار على البنك الذي يتضمن أقل معدل كوبون ممكن وفي حالة الأسهم قد تكون المفاضلة على أساس السعر الـذي يدفعـه البنـك لـشراء الإصـدار أو عـلى أسـاس نـسبة الإصدار التي يضمن تعريفهـا وتـدعى بنـوك الاسـتثمار، إن التفـاوض المبـاشر يخـدم مـصالح المنشأة بشكل أفضل إذ يخصص البنك من البداية وقتاً أطول ومجهـوداً أوفـر لوضـع برنـامج متكامل لتسويق الإصدار وهو أمـر لا يمكـن أن يتحقـق في ظـل أسـلوب العطـاءات طالمـا أن البنك لا يضمن رسو العطـاء عليـه يـضاف إلى ذلـك أن أسـلوب العطـاءات تـتم عـلى أسـاس التكاليف التي تتكبدها المنشأة وليس على جودة الخدمة المقدمة لها وخاصة في مجال النصح والمشورة جنبا إلى جانب أن دراسات ميدانية تلقي بظلال الشكل بشأن الادعـاء بـأن أسـلوب العطاءات يسهم في تخفيض تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة على أساس أن العطاءات المقبول هو ذلك الذي يكبد المنشأة قدر أقل من التكاليف.

وهنا يثار سؤال ذا مغذى ماذا في حالة تتساوى كل العوامل الأخـرى هـل من الأفضل اختيار بنك الاستثمار الأكثر سـمعةً وشـهرة؟ في دراسـة لجونـسون

وميلر في عام 1988م كشفت عن أن الاستعانة ببنك استثمار معروف ومشهود لـه يزيـد مـن ثقة المستثمرين المحتملين في الإصدار الجديد ويزيد بالتالي من احـتمال بيـع الورقـة بقيمتهـا الحقيقية أو بقيمة قريبة منها فضلاً عـن أنـه يـسهم مـن الحـد مـن فـرص انخفـاض القيمـة السوقية للورقة أثناء فترة الإصدار مما يزيد من حصيلة بيـع الإصـدار وهـو مـا أكدتـه نتـائج الدراسة ودراسات سابقة[1].

غير أن جونسون وميلر قد أشارا كذلك إلى أنـه إذا كانـت تلـك البنـوك تـسهم في زيـادة حصيلة الإصدار فإنها تحصل على معدلات عمولة عالية قد تعـادل الزيـادة في تلـك الحـصيلة ولعل هذا يفسر استمرار العديد من بنوك الاستثمار الأقل سمعةً في ممارسـة نـشاط الإصـدار ويحذر جونسون وميلر من الاعتقاد بأنه إذا كـان إصـدار الورقـة مـن خـلال بنـوك الاسـتثمار الأكثر سمعةً يتيح فرصة أفضل لبيع الورقة بقيمتهـا الحقيقيـة فـان هـذا لا يعنـي أن الورقـة المالية التي تصدرها البنوك الاستثمارية الأقل سمعة تباع بقيمة تقل عن قيمتها الحقيقة فلـو أن الخبرة السابقة للمستثمرين أثبتت أن الإصدارات التي تتولاها البنـوك الأقـل سـمعة تبـاع عند قيمة تقل عن قيمتها الحقيقية.

في الوقت الذي تباع فيها الإصدارات التي تتولاها بنوك أكثر سمعة عند قيمتها الحقيقية (مما يعني فرصة أقل لتحقيق أرباح فيما بعد) لا حجم المستثمرين عن شراء الإصدارات التي تتولاها البنوك الأكثر سمعةً ونظراً لأن هذا لم يحدث فانه يمكن استنتاج أن السعر الذي تبـاع به الورقة من خلال بنك أقل سمعةً ليس من الضروري أن يكون اقـل مـن القيمـة الحقيقيـة للورقة وحتى يقوم بنك الاستثمار بوظيفته على الوجه الأكمل عليـه أن يـضطلع بـأربع مهـام رئيسية توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار ومدى ملائمة توقيته ومـا إذا كـان هنـاك وسائل تمويل أكثر ملائمة وهو ما يعني في الواقع احـتمال إعـادة النظـر في القـرارات المبدئيـة التي سبق أن اتخذتها المنشأة في هذا الشأن أما المهمة الثانية فهـي القيـام بكافـة الإجـراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخـرى مثـل لجنـة الأوراق المالية والبورصة التي سيشار إليها فيما بعد يأتي بعد ذلك المهمة الثالثة وهي التعهـد

(1) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية.

بتصريف كل أو حدٍ ادني من الكمية المقرر إصدارها وقد يدفع البنك مقدماً للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه وذلك في مقابل عمولة وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار وفي حالات أخرى قد يقتصر دور البنك بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه وعادةً ما ينص الاتفاق على أن يكون بنك الاستثمار جاهزاً ومتعهد بشراء ما يتبقى بعد ذلك وأخيراً تتمثل المهمة الرابعة من التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه وتعتبر الرابعة المحدد الأساسي لعملية الإصدار إذا يبدأ التمهيد لها منذ التفكير في إصدار الورقة ففي البداية يتم التفاوض بين المنشأة والبنك على حجم الإصدار ونوعه أي ما إذا كان أسهم وسندات ثم يبرم اتفاق يتضمن كافة الشروط عدا السعر الذي سيباع به الورقة وكلها أنشطة تلعب دوراً أساسيا في التأثير على مهمة التوزيع هذا.

ويطلق على البنك الذي ابرم العقد مع المنشأة البنك المنشئ وفي حالة الإصدارات الكبيرة عادةً ما يبرم البنك المنشئ عقد مشاركة مع بنوك استثمار أخرى تتعهد فيه بالمساهمة في توزيع وتمويل شراء الإصدار كما تتحمل مع البنك المنشئ مخاطر الفشل في التسويق وذلك مقابل الحصول على جزء من عمولة الإصدار التي عادةً ما تتراوح نسبتها من بين 1%، 15% من حصيلة بيع الإصدار وكما هو واضح يتوقع أن يزيد عقد المشاركة من ثقة الجهة المصدرة في البنك المنشئ.

لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية بالبورصة والتي يقع على عاتقها مسئولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار.

ومن تلك البيانات الهدف من الإصدار والسعر المحدد للبيع للجمهور وكذا السعر المحدد للبيع لبعض الفئات الخاصة كالملاك الحاليين للشركة

وميزانية عمومية تفصيلية وقائمة دخل تفصيلية عن الثلاث سنوات السابقة ونسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص هذا.

ويتولى البنك المنشئ إرسال صورة من شكل البيانات بعد اعتمادها من اللجنة المذكورة إلى المستثمرين المحتلين الذين قد يرغبون في شراء الورقة التي يطلق عليه بالمنشور على النحو الذي سيشار إليه في بطون هذا المبحث.

وغنى عن البيان أن الإصدار الحكومية مستثناه من تقديم أو اعتماد أي بيانات من لجنة الأوراق المالية والبورصة وعادة ما يتجدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل وذلك حتى يتم التسعير وفقاً لأحدث المعلومات المتاحة.

وإذا ما كان التقدير للسعر سليماً والظروف الاقتصادية مواتية والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي حينئذٍ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة بل وربما في بضع ساعات أما إذا لم يتوافر واحد أو أكثر من تلك الشروط فقد يتطلب الأمر أسابيعً أو شهوراً قبل أن يتم التخلص من الإصدار بل وربما يعجز البنك عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه مما قد يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة وبالنسبة للإصدار الجديد من الأسهم العادية لمنشأة لها أسهم عادية سبق إصدارها وتتداول في البورصة بالفعل يتوقع أن يكون سعر السهم في الإصدار الجديد قريباً من القيمة السوقية للسهم القديم ذلك أن سعر الإصدار يتحدد بعد إعلان سعر الإقفال في اليوم السابق للإصدار أما بالنسبة للمنشآت التي قررت التحول من الطرح الخاص للأسهم إلى الطرح العام للجمهور فان السعر الذي يباع به السهم في الإصدار الجديد سوف يتوقف على توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المنشأة وبالنسبة للمستندات يتوقف السعر على معدل العائد الذي يتوقع أن يحققه المستثمر أخذت في الحسبان المستوى العام لأسعار الفائدة وللمحافظة على استقرار سعر بيع الورقة وحمايته من الهبوط خلال فترة التوزيع قد يلجأ بنك الاستثمار إلى شراء ما يعرض منها للبيع في البورصة خلال تلك الفترة وعلى الرغم من أن هذا الإجراء يعد في الحقيقة نوع

من التضليل للمستمرين إذ يعطي انطباعاً بوجود طلب على الورقة فان القانون عادةً ما يتجاهل تناوله بهدف حماية بنوك الاستثمار للتعرض لخسائر فادحة.

ذلك أن الزيادة المعروض من الورقة بسبب إعادة بيعها من شأنه أن يؤدي إلى صعوبة تصريف الاصدار فضلاً عن هبوط السعر للورقة خلال فترة التوزيع وتجدر الإشارة إلى نقطتين هامتين الأولى أن القانون عادةً ما يحرم على المنشأة التي تقوم بنفسها بتسويق الاصدار الجديد(الأسلوب المباشر في الاصدار الذي سبق الإشارة إليه).

إن تدخل مشتريه لذلك الاصدار خلال فترة التوزيع أما النقطة الثانية فهي أن الاستقرار المنشود في سعر الورقة خلال فترة التوزيع يمكن تحقيقه أيضا من خلال الأسهم المضمونة السعر والتي سبق مناقشتها خلال البحث في ذات المبحث فهذه الأسهم تقدّم خدمة لبنك الاستثمار في حالة تعهده بتصريف الإصدار كما تقدم خدمة للمنشآت إذا اقتصر التزام بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد ففي كلا الحالتين تتضاءل فرصة قيام المشتري بإعادة بيع الورقة خلال فترة التوزيع وبالتالي تتضاءل فرصة الفشل في توزيع الإصدار بالسعر الذي تعرف به الورقة هذا ويتمثل ربح البنك في الفرق بين القيمة التي باع بها الإصدار وبين القيمة التي اشتراه بها وذلك بعد خصم تكاليف الإصدار وتتفاوت تكاليف الإصدار وفقاً لنوع الورقة فتكلفة إصدار الأسهم العادية تفوق تكلفة إصدار الأسهم الممتازة التي تفوق بدورها تكلفة إصدار السندات أنها تباع في كميات كبيرة لعدد محدود نسبياً من كبار المستثمرين أما الأسهم بنوعيها فتباع في كميات صغيرة لعدد كبير من المستثمرين.

وفي هذا الصدد يشير فرانسيس وبريجهام إلى أن العلاقة بين حجم الاستثمار وبين نصيب السهم أو السند من تكلفة الإصدار هي علاقة عكسية وان كانت غير خطية ويرجع هذا إلى الجانب الأكبر من تكلفة الإصدار 85% تقريباً من تلك التكلفة التي هي تكاليف ثابتة بطبيعتها ويضيف فرانسيس سبباً آخر غير تكلفة التسجيل يجعل نصيب السهم أو السند في تكلفة الإصدار مرتفعاً في حالات الإصدارات الصغيرة ويتمثل هذا السبب في تلك الإصدارات عادةً ما تكون المنشآت غير معروفة، الأمر الذي يعني ارتفاع تكاليف البحث والدراسة وأيضا تكاليف التوزيع.

اعترافاً بعب التكاليف الثابتة للتسجيل أدخلت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة تعديلاً إجرائيا في عام 1982م يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر وهي عادةً منشآت كبيرة بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطبة تمويل طويلة الأجل مصحوباً بالرسوم المقررة على أن تلتزم بتحديث بيانات الطلب في كل مرة تقدر فيها طرح إصدار جديد ويطلق على هذا الإجراء التسجيل على الرف إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي المحفوظ لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة ساري المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين ونظراً للجدل الذي يثار حول هذا النوع من التسجيل فسوف نعرض له بقدر من التفصيل في هذا المبحث التسجيل على الرف:ـ

إلى جانب كونه يعفي المنشأة من دفع رسوم التسجيل من كل مرة تلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد مما يعني تخفيض نصيب السهم من التكلفة الثابتة للتسجيل يسهم التسجيل على الرف في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع وهو تخفيض من شهرين أو أكثر إلى بضع ساعات كما يخلق منافسة أشد بين بنوك الاستثمار الراغبة في تولي شئون الإصدار ويضيف جرمان وزملائه ميزة أخرى وهي أنه إذا لم تستطيع المنشأة توزيع الكمية المصدرة كلها فانه يمكنها الانتظار ثم نحاول ثانياً وثالثاً إلى أن تنتهي من توزيع الكمية كلها أو حتى تنتهي المدة المحددة لطلب التسجيل والتي تصل إلى عامين كما سبق أن ذكرنا وعلى الرغم من تلك المزايا فقد لوحظ عدد المنشأة التي لجأت لهذا النظام من التسجيل كما لوحظ تخلى منشآت أخرى عن استخدامه أما السبب فهي اضطرارها إلى بيع الإصدار بسعر منخفض نجم عنه خسائر فاقت الوفورات في التكاليف الثابتة المصاحبة له ولكن لماذا ينخفض سعر السهم في ظل هذا النوع من التسجيل.

في البداية نود أن نشير إلى انه في ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة المنشأة قد ينظر هؤلاء المستثمرين إلى قرار الإصدار بصرف النظر عن نظام التسجيل المتبع على أنه مؤشر

لاعتقاد الإدارة في أن قيمة وصول المنشأة مقال منها ومن ثم قد يستحيل على المنشأة تصديق الإصدار إلا إذا قدمت خصماً مناسباً على سعر الإصدار ولتجنب تلك المشكلة يقتضي الأمر إيجاد وسيلة لإقناع المستثمرين المحتملين بأن السبب الرئيسي للإصدار لا يرجع بالمرة للاعتقاد بأن قيمة الأصول مقال فيها بل يرجع لمعلومات متاحة للإدارة عن فرص استثمار مربحة تحتاج إلى أموال إضافية وبالطبع قد لا تفضل المنشأة الإعلان عن هذه الفرص صراحةً حتى لا يستفيد منها المنافسين بل وحتى أعلنت عنها فمن المحتمل أن لا يؤخذ ذلك مأخذ الجد من قبل المتعاملين في السوق ومن ثم يصبح لزاماً على إدارة المنشأة أن تبحث عن طريق آخر لإزالة التصور الخاطئ لدى المستثمرين المحتملين في شأن سبب الإصدار الجديد.

يعتقد دينس في أن تولي بنك الاستثمار شئون الإصدار الجديد من شأنه أن يذيل هذا الاعتقاد ويضعف بالتالي من التأثير السلبي لنقص المعلومات لدى المستثمرين على السعر الذي يباع له السهم لكن كيف ذلك؟.

من المتفق عليه أن سمعة بنك الاستثمار تتأثر بالتسعير الخاطئ للسهم داخل الإصدار المقترح ومن ثم يتوقع أن يخصص البنك وقتاً كافياً لدراسة ظروف الإصدار بما يضمن الوصول إلى تسعير سليم له وإذا لم يتحقق له ذلك سوف يفقد سمعته وتتضاءل فرص حصوله على عطاءات إصدار مستقبلاً وفي ظل هذا السيناريو يتوقع أن يصاحب قيام بنك الاستثمار بتولي شئون الإصدار زيادة في ثقة المستثمرين في سلامة التسعير يصحبها زيادة في احتمال بيع الإصدار في السعر المحدد له ولكن هل يختلف في ذلك الإصدار بنظام التسجيل على الرف على الإصدار من خلال النظام التقليدي للتسجيل !.

ويشير دينس إلى أنه في ظل التسجيل على الرف لا يكون هناك إلزاما بتسمية بنك الاستثمار الذي يضطلع بالمهمة إلا قبيل الإصدار بفترة قصيرة بل وقد لا يتم تسميته على الإطلاق وسواء أن أعلن عن اسم البنك أو لم يعلن فان اختيار بنك الاستثمار في هذه الحالة عادة ما يتم وقت لأسلوب العطاءات الذي سبقت الإشارة إليه والذي في ظله يختفي الدافع لدراسة مبكرة لظروف الإصدار نظراً لعدم ضمان رسو العطاء على أي من البنوك المتقدمة ويضاف

إلى ذلك أن العطاء يتم حسمه قبيل تاريخ الإصدار بفترة قصيرة مما لا يتيح فرصة كافية أمام البنك الذي وقع عليه الاختيار للقيام بالدراسة والبحث وفي ظل هذه الظروف تتضاءل ثقة المستثمرين المحتملين في تسعير السهم مما تتضر المنشأة إلى تقديم خصم القيمة المعلنة لبيعه حقاً تتكبد المنشأة تكاليف إصدار أقل نظراً لعدم قيام البنك بجهود كافية للبحث والدراسة إلا أن ضعف ثقة المستثمرين في سلامة تحديد سعر الإصدار من شأنه أن يؤدي إلى بيعه بسعر أقل مما يعرض المنشأة لخسائر قد تفوق الوفورات في تكاليف الإصدار وتكاليف التسجيل.

هذا ويختلف دينس مع بيتي وريتر وكارتر وماتستر في أن المنشأة الكبيرة قد لا تكون في حاجة إلى مثل هذا التدعيم من بنك الاستثمار على أساس أن المعلومات قد تكون مماثلة للمعلومات المتاحة للإدارة ففي اعتقاده أن عدم حاجة تلك المنشأة لتدعيم من بنك الاستثمار شروط بتوافر قدر من التأكد بشأن القيمة الحقيقية للأسهم التي تصدرها وتتفق وجهة نظر (ديتس) في هذا الشأن مع فرض المعلومات غير المؤكدة الذي قدمه براون وزملائه فوقاً لهذا الغرض نتوقع أن يصحب مخاطر عدم التأكد بشأن القيمة الحقيقة للسهم ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار حتى يتمكن تعويض المستثمر عن تلك المخاطر فبالطبع سوف يترتب على ارتفاع معدل العائد المطلوب تأثير سلبي على القيمة التي يباع بها السهم في السوق.

بالإشارة إلى أن السوق الأول ممثلاً من بنوك الاستثمار وعلى النحو المشار إليه يقدم للأفراد مجالات عديدة لاستثمار مدخراتهم كما يقدم للمنشآت المعنية مصادر متنوعة للحصول على ما تحتاجه من أموال للتوسيع والنمو وهو ما ينعكس أثره الايجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدولة.

السوق الثاني:

يقصد بالسوق الثاني الذي تتداول فيها الأوراق المالية أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة يتميز بأن له مكان محدد يلتقي فيه متعاملين بالبيع أو الشراء بورقة مالية مسجلة من تلك السوق كما أنه يدار بواسطة مجلس

منتخب من أعضاء السوق وسوف نبدأ في بحثنا هذا بتناول الأسواق المنظمة ثم نتبعها بالأسواق غير المنظمة.

الأسواق المنظمة:

سوق يستخدم اصطلاح السوق المنظم واصطلاح البورصة يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة ومن الأمثلة على تلك الأسواق بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم والتي يطلق عليها أحياناً بالمجلس الكبير حيث تتعامل في حوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة ومن الأمثلة الأخرى على تلك الأسواق البورصة الأمريكية للأسهم التي تقع أيضا في مدينة نيويورك وتتعامل في حوالي 10% من الأوراق المالية المسجلة وكان يطلق عليها من قبل بورصة الرصيف على أساس أن التعامل كان يتم في خارجها أي على رصيف الشارع الذي تقع فيه ومنذ عام 1921م انتقل التعامل إلى داخل البورصة ثم أخذت اسمها الجديد عام 1935م وتتميز البورصة الأمريكية عن بورصة نيويورك في أنها تتعامل أساساً في أسهم الشركات الصغيرة والأكثر حداثةً في مجال الأعمال هذا وإذا كانت بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية يشار إليهما ببورصات الأسهم فذلك لأن تعاملها في السندات محدود للغاية فكما يشير فرانكس وزملائه فان 95% من حجم التعامل في السندات يتم في السوق غير المنظمة التي سنقف عندها من خلال هذا البحث أما بورصات المناطق أو البورصات المحلية في الولايات المتحدة تتعامل فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة أي 10% الباقية وهي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق الغربية منهم هذا ولا يوجد ما يمنع من أن تتعامل تلك البورصات في الأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية وتؤدي البورصات المحلية خدمات مميزة للعديد من الأطراف فالي

جانب الخدمة التي تؤديها إلى صغار المستثمرين في المنطقة التي تقع منها تتيح البورصة المحلية للسماسرة من غير القادرين على الحصول على مقعد في إحدى البورصات المركزية.

على النحو الذي سيشار إليه فيما بعد فرصة التعامل في الأوراق المالية المتداولة في تلك البورصات كذلك في أنه يسبب الانخفاض في عمولة السمسرة في البورصات المحلية فان كبار المستثمرين كالهيئات والمؤسسات التي تتعامل شراءً وبيعاً في كميات كبيرة من الأوراق المالية قد يفضلونها على البورصات المركزية.

وتدار بورصات نيويورك في الأسهم من مجلس محافظين ينتخبه أعضاء البورصة والذين سوف يشار إليهم فيما بعد ويتكون المجلس من ممثلين عن الشركات المسجلة أسهمها في السوق وبيوت السمسرة ممثلين عن الحكومة ومن بين مهام المجلس البحث في طلبات العضوية والبدء في الموازنة المقترحة للبورصة وتخصيص المنصات التي تتعامل بورقة مالية معينة هذا إلى جانب التأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المعمول بها وتوضيح العقوبات المناسبة على المخالفين هذا وتضاهي مساحة بورصة نيويورك مساحة ملعب كرة القدم حيث تنتشر فيها مناضد على شكل (U) ولكن منضدة مجموعة من التباين متخصصة للتعامل في الأسهم التي يتميز سوقها بنشاط ملحوظ أما الأسهم غير النشطة كذلك السندات يتم التعامل فيها في ملحق داخل البورصة وتوفر البورصة العديد من أكشاك الاتصال لتيسير سبل التواصل بين مكاتب السمسرة بالخارج وبين الأعضاء المنتشرين بأرض البورصة وهي أمر من شأنه أن يترك أثراً ايجابياً على حجم التعامل في الأوراق المسجلة ولكن ما هي شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة.

شروط تسجيل الأوراق المالية بالبورصة:

عادةً ما تضع البورصات شروطاً لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة وذلك لكي يسمح لها بالتداول فيها وللتسجيل في بورصة نيويورك خمسة شروط أساسية هي:ـ

1.أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم (2) مليـون دولار ونصف أو أن لا يقل من (2) مليون دولار في السنتين السابقتين عن ذلك العام.

2.أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار

3.أن لا تقل القيمة السوقية عن 18 مليون دولار

4.أن يملك الجمهور حصة في رأس المال من 1ـ 1مليون

5.أن يوجد 200 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100سهم أو أكثر

وبالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكملـة وهي:ـ

1. أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي
2. وأن تكون لها مكانتها الجديدة والمستقرة داخل القاعة التي تنتهي إليها.
3. وأن تنتهي المنشأة للمقايضة لها فرصة للتوسع والتمـدد أو لهـا فرصـة للمحافظـة عـلى مركزها في السوق هذا وإذا ما اتضح من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين قد انخفض بشكل ملحوظ حينئذٍ يجوز إلغـاء التـسجيل ويجـد قبـول التـسجيل أسـهم المنشأة يصبح إلزاماً عليها.

وبمجرد قبول وتسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاماً عليها:ـ

1. الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة
2. نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها
3. نشر حساباتها الختامية سنوياً
4. امتناع العاملين بها عن التعامل في شكل الأسهم على أساس البيع على المكشوف.

وتشير هذه الشروط المتشددة التساؤل عن سبب إقدام المنشآت عـلى تـسجيل أسـهمها في السوق المنظمة (البورصة) رغم وجود السوق غير المنظمة والتي لا تضع مثل تلك الشروط تحقق المنشأة التي لها أسهم مسجلة ومتداولة في البورصة العديد من المزايا فالتـسجيل يعـد في حد ذاته إعلاناً مجانياً عن المنشأة يتوقع أن يكون له أثره الايجـابي عـلى المبيعـات وتـزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنـشأة نـشطاً وإذا مـا أخـذ في الحـسبان شروط

التسجيل فانه يمكن القول بأن التسجيل يعطي انطباعاً ايجابياً عن المركز المالي للمنشأة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة هذا إلى جانب تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال بعض وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح كما أن التسجيل في البورصة يزيد الثقة في أن حركة السهم هي حركة غير مفتعلة أي حركة لا تقوم على خداع أو غش من قبل بعض المتعاملين ويضيف شول وهي: مزايا أخرى من بينها أن التشريعات في بعض الدول تنص على أن يكون تعامل المؤسسات المالية وهي تتميز بضخامة حجم معاملاتها في الأسهم المسجلة في البورصات فقط وهذا يعني أن إجراءات التسجيل من شأنه أن يزيد حركة التعامل في أسهم المنشأة المعنية وربما يكون لذلك أثر ايجابي على أسعارها كذلك فان بيع وشراء الأسهم سواء كانت مسجلة في بورصة أو غير مسجلة يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال هنا الى جانب أن إجراءات الإصدار التي سبق الإشارة إليها عند تناول السوق الأول واحدة في الحالتين بمعنى أن التسجيل لا ينطوي على أعباء إضافية في هذا الشأن وقد أثبتت دراسات سابقة أن هامش الربح الذي يحققه التاجر على السهم المسجل في البورصة عادةً ما يكون منخفضاً بالمقارنة مع الهامش الذي كان يحصل عليه التاجر قبل التسجيل وحيث انخفاض الهامش، يعنى تقارب سعر شراء وسعر بيع الورقة لدى التاجر فانه يمكن الادعاء بأن تسجيل السهم يعني أن التاجر يشتريه بأعلى سعر ممكن وهو ما يحمل في طياته تعظيم القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثروة الملاك بالتبعية ويشير فيشر وجوردان إلى أن اشتراطات التسجيل المتشددة وعدم الرغبة في توزيع الأسهم على نطاق واسع إضافة إلى عدم الرغبة في نشر المعلومات التي يقتضيها التسجيل تعد الدوافع الرئيسية لإحجام بعض المنشآت عن تسجيل أسهمها في البورصة وعلى العموم فان الواقع يشير إلى أن المنشآت التي سجلت أسهمها لدى البورصات في الولايات المتحدة أقل من 1% من مجموع المنشآت العاملة هناك غير أن هذه النسبة الضئيلة

تشتمل على كافة المنشآت ذات الحجم الكبير والتي تمثل قيمة أصولها ما يزيد عن 65% من إجمال أصول منشآت الأعمال هناك وهكذا يبدو أن المنشآت التي تحجم عن تسجيل أسهمها غالباً ما تكون المنشآت الصغيرة التي عادةً ما يسعى ملاكها إلى إحكام القبضة عليها ومن ثم لا يرغبون التداول العام لأسهمها وهنا يطرح سؤال آخر يرتبط إلى حد كبير بقرار المنشأة تسجيل اسمها في البورصة ويتعلق هذا التساؤل بقرار المنشأة للتداول العام بدلاً من الاقتصار على طرقها للتداول الخاص أي بيع إصداراتها الجديدة للملاك الحاليين إضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين (ملاك جدد) الذين غالباً ما يكونوا معروفين للمؤسسين ويتوقف قرار المنشأة في هذا الشأن على تقييمها لمزايا وعيوب كل بديل فمن بين مزايا طرح الأسهم العام أن يتيح الفرصة للمؤسسين لتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة بسهم ذلك أن أي إصدار جديد قد يمكن بيعه لمستثمرين آخرين أما في حالة الطرح الخاص فقد يضطر المؤسسين لسبب أو آخر إلى شراء الإصدار كله أو معظمه مما قد يعني تجميد ثرواتهم أو الجانب الأكبر منها في الاستثمار في منشأة واحدة ويشير بريجهام وجانبكسي مما قد أعاد الأسهم للتداول العام يعني أن تلك الأسهم قيمة سوقية عادلة على أساسها يمكن تقدير القيمة السوقية للمنشأة ذاتها وهذا مالا يتوافر للمنشآت التي ليست لأسهمها سوق يحدد القيمة العادية لأسهمها ويضيف سكوت وزملاءه احتمال ارتفاع تكلفة الأموال في حالة الطرح الخاص مقارنة بالطرح العام إذ يفضل المستثمرون الأسهم ذات الطرح العام نظراً لسهولة التصرف فيها عند الحاجة ولهذا أثره الايجابي على السعر الذي سيباع به السهم وعلى حصيلة بيع الإصدار بالتبعية وهو ما يحمل في طياته انخفاض تكلفة الحصول على الأموال مقارنة بالأسهم ذات الطرح الخاص يضاف إلى ذلك أنه بينما يسهل تصريف الإصدار عندما يكون مطروحا للتداول العام فانه يصعب تصريف الإصدار المطروح للتداول الخاص ويرجع هذا إلى ثلاثة أسباب رئيسية أولها هو إحجام الملاك الحاليين عن شراء الإصدارات الجديدة إما بعدم توافر الأموال أو لتجنب تركيز ثرواتهم في استثمار واحد وذلك في الوقت الذي قد يصعب فيه بيع الإصدار لمستثمرين

جدد طالما أنهم يدركون مسبقاً أن الموسيين لن يسمحوا لهم بامتلاك عدد كافي من الأسهم يمكنهم من التأثير على مجريات الأمور في المنشآت، أما السبب الثاني فهم أن الطرح الخاص على عكس الطرح العام لا ينطوي على إلزام المنشأة المعنية بنشر معلومات معنية عن نشاطها وأرباحها وغير ذلك من المعلومات التي تهم المستثمرين وتشجعهم على شراء إصداراتها ولا يتوقع في نفس الوقت أن تقوم المنشأة بذلك اختيارياً ويضيف الكاتب سبباً ثالثاً (وهو أنه في الوقت الذي قد يسهل فيه على المستثمر التصرف في التداول في السهم الذي يطرح للتداول العام فقد يتعذر عليه التصرف في السهم الذي يطرح للتداول الخاص في الوقت الذي بلائمه وبسعر عادل وما يذكر أنه عندما تتحول منشأة من الطرح الخاص إلى الطرح العام لأسهما لأول مرة وهو ما يطلق عليه بالطرح العام الأول تمييزاً له عن طرح الأسهم لمنشأة تتداول أسهمهما بالفعل بين الجمهور فان أسهمها تحظى بجاذبية خاصة لدى المستثمرين نظراً لعدم وجود عمولة سمسرة.

فالمستثمر يشتري السهم من بنك الاستثمار الذي يحصل على دخله من الفرق بين القيمة التي دفعها لشراء الإصدار وبين القيمة إلي يبيعه بها ويضيف فرنش مصدراً آخر لجاذبيته تلك الأسهم ذلك أن السعر الذي يباع به السهم في مثل هذه الحالة عادةً ما يكون أقل من قيمته الحقيقية وهو ما يتيح للمستثمر فرصة تحقيق أرباح رأسمالية بعد فترة من شرائه هذا واذا كان طرح الأسهم للتداول العام له مزاياه ويأتي في مقدمة هذه المزايا عدم وجود التزام بشراء المعلومات التي تتطلبها لجنة الأوراق المالية والبورصات مما يضفي على أنشطة المنشأة إلى جانب توفير تكاليف نشر تلك المعلومات التي تتطلبها لجنة الأوراق المالية.

السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير إعطاء الأسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الواقع وبأي كمية

مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت وكـما هو واضح تمارس هذه البيوت دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

أما جمهور العملاء في هذا السوق فهـو المؤسـسات الاسـتثمارية الكبـيرة مثـل صـناديق المعاشات وحسابات الأموال المـؤتمن عليهـا التـي تـديرها البنـوك التجاريـة إضـافةً إلى بيـوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمـة ومـن ثـم يكـون الـسبيل الوحيـد لتعاملها في الأوراق المالية التي تتداولها تلك السوق هو مـن خـلال بيـوت السمـسرة الكبـيرة التي تعمل في السوق الثالث وفي الولايات المتحدة كان الدافع وراء خلـق ونمـو ذلـك الـسوق هو عـدم تمتـع مؤسـسات الاسـتثمار الكبـيرة بخـصم في العمولـة عنـد تعاملهـا مـع الأسـواق المنظمة.

وعليه فقد وجـدت تلـك المؤسـسات ضـالتها في الـسوق الثالـث التـي يتـيح لهـا فرصـة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغري يضاف إلى ذلك سبب آخـر هـو شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة إضافةً إلى عدم كفاية ما لديهم من رأس مـال وعنـدما حاولـت المؤسـسات المذكورة التغلب على تلك المشاكل بالحصول على العضوية المباشرة في الأسواق المنظمة كللت المحاولة بالنجاح في الأسواق المحلية بينما ترفض نيويورك طلب العضوية.

كما رفضت كذلك إمكانية حـصولها عـلى العـضوية مـن خـلال إدمـاج أحـد بيـوت السمسرة ذات العضوية في أي من تلك المؤسسات أما قدرة بيوت السمسرة المتعاملـة في السوق الثالث على منح خصم في العمولة فترجع إلى ثلاثة أسباب: أولهـا أن الـسماسرة في ذلك السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة ثانيها: أنه طالما أن تلـك البيـوت تتعامـل مـع كبار المستثمرين أو مع بيوت صغيرة للسمسرة فان الخدمات التي تقدمها لهم عـادةً مـا تكون محدودة فهؤلاء العملاء لديهم خزائن لحفظ الأوراق المالية التي يـشترونا كـما انـه ليسوا في حاجة الى خدمات مساعدة عند إعادة بيع ما سبق أن اشتروه من أوراق وأخـيراً فـان بيـوت السمـسرة المتعاملـة في الـسوق الثالـث لا تـدفع رسـوم عـضوية كـما هـو

الحـال في الأسـواق المنظمـة وهـو مـا يعنـي انخفـاض التكـاليف الثابتـة للخـدمات التـي تؤديها.

وجدير بالإشارة أنه على الرغم من اختفاء دوافع وجود تلك السوق تلـك الـدوافع التـي تمثلت أساساً في الحد من العمولـة المدفوعـة فإنهـا ظلـت نـشطة حتـى اليـوم ففـي بورصـة نيويورك مثلاً كانت عمولة السمسرة محددة ولم يكن هناك تفاوض في شـأنها فالـصفقة التـي قيمتها 100.000 دولار مثلاً كانت تبلغ عمولتها عـشرة أمثـال الـصفقة التـي قيمتهـا 10.000 دولار وهذا في حد ذاته كان مبرراً معقولاً لوجود السوق الثالث غير أنه في مـارس عـام 1972 أدخلت لجنة الأوراق المالية والبورصات التعديلات التي بمقتضاها أصبح هنـاك عمولـة ثابتـة عن ال 300 ألف دولار الأولى من الصفقة أما ما زاد عن ذلك فيكون محل التفـاوض وفي أول مايو من عام 1975 تقرر إلغـاء الجـزء الثابـت مـن العمولـة وأصـبحت العمولـة كلهـا محـلاً للتفاوض يضاف إلى ذلك سبباَ آخر كان من شأنه أن يـؤثر عـلى وجـود الـسوق الثالـث ذلـك اعتباراً من عام 1979م سمحت اللجنة المذكورة لممـثلي بيـوت السمـسرة الأعـضاء في الـسوق المنظمة في أن يتعاملوا في داخل وفي خارج السوق على أسهم غير متداولة فيها وهو ما يعنـي مزيد من المنافسة مع السوق الثالث.

السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية إضـافية للحـد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويتم اللقـاء بـين البـائعين والمـشترين مـن خـلال وسـيط يعمـل لإتمـام الـصفقة يـساعده في ذلـك شـبكة قويـة مـن الهواتـف أو أطـراف الحاسوب هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزن من الأوراق الماليـة المتعامـل فيهـا ومـن ثـم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق الماليـة التـي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله بعبارة أخرى لا يقـوم الوسـيط بـدور السمـسار أو التاجر ومن ثم فان أتعابه تقل كثيراً عن عمولة السمسرة كما قـد يحـصل عليهـا صـفقة بـصفته او يتفـق مـن عملائـه عـلى أتعـاب سـنوية مقابـل خدماتـه وفي ظـل الـسوق

الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر كما قد يتمخض على الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسـعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظراً لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايـا فـان السوق الرابع يعد منافساً قويـاً للأسـواق المنظمـة إضـافةً إلى الأسـواق غـير المنظمـة الأخـرى خاصةً وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.

الفصل الحادي عشر

ماهية الأوراق المالية

ومخاطر الاستثمار فيها وطرق قياسها

سبق أن أشرنا إلى أن الأسواق المالية تقوم بدور كبير في نقل الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد. وتمثل الأوراق المالية الأدوات التي يمكن من خلالها نقل هذا الفائض، وكلما كانت هذه الأدوات متعددة ومتطورة كلما انتقل الفائض بكفاءة أكبر.

ويختص هذا الفصل بالتعرف على طبيعة الأوراق المالية المتداولة فى أسواق الأوراق المالية، حيث يتم تناول مفهوم وخصائص كل نوع من أنواع الأسهم، وحقوق وواجبات مالكيها، والمقصود باشتقاق الأسهم ودواعى إصدار الأسهم المجانية، والأسهم المضمونة. كما يتم تناول مفهوم وخصائص السندات، والفروق الجوهرية بينها وبين الأسهم. وكذلك مفهوم وخصائص كل من أذون الخزانة ووثائق الاستثمار وصكوك التمويل.

ما المقصود بالأسهم وما حقوق وواجبات مالكيها؟

تمثل الأسهم صكوكاً تثبت ملكية حاملها لحصة فى رأس مال الشركات المساهمة.

وتُخول الأسهم لمالكها مجموعة من الحقوق، أهمها ما يلى:

(1) حق التصويت فى الجمعية العامة للمساهمين.

(2) حق الرقابة على أعمال الشركة.

(3) حق البيع أو التنازل عن ملكية الأسهم.

(4) حق الحصول على نصيبه من الأرباح التى تقرر المنشأة توزيعها.

(5) حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

(6) حق الحصول على نصيبه من الاحتياطيات.

(7) حق الحصول على نصيبه من موجودات ـ أصول ـ الشركة عند تصفيتها.

ويلزم الإشارة هنا إلى أنه لا يوجد ما يضمن للمساهم استرداد القيمة التى سبق أن دفعها لشراء الأسهم بل قد لا يسترد شيئاً منها. كما يتحمل مالك السهم نصيبه من الخسائر فى حالة تحققها، وتتحدد مسئوليته بمقدار المبلغ الذى قدمه (حصته فى رأس المال).

ويتضح مما سبق أن علاقة مالك السهم بالشركة المصدرة لها هي علاقة مشاركة وملكية لا علاقة دائنية ومديونية.

ما خصائص الأسهم؟

تتسم الأسهم بمجموعة من الخصائص، أهمها ما يلى:

(1) الأسهم صكوك متساوية القيمة، وهذا يمنح لكل حامل سهم بالضرورة نفس حقوق حامل السهم الآخر طالما كانت أسهمهما عادية. وعادة ما تُحدد التشريعات في كل دولة الحد الأدنى والأعلى للقيمة الاسمية للسهم.

(2) عدم قابلية السهم للتجزئة، ومن ثم لا يجوز تعدد مالكى السهم الواحد أمام الشركة إذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك، فهذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسرى فى مواجهة الشركة. ولذا يتعين عليهم تحديد أحدهم أو غيره لتمثيلهم أمام الشركة. وهذه الخاصية من شأنها تسهيل مباشرة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها كحق التصويت في الجمعية العمومية.

(3) قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية متى كانت هذه الأسهم اسمية، وذلك عن طريق نقل القيد باسم المتنازل إليه فى سجل المساهمين بالشركة. وفى حالة الأسهم لحاملها يتم التنازل عن طريق التسليم المادى. ولا شك أن هذه الخاصية هي التي تفرق بين شركات الأشخاص وشركات الأموال. وهناك استثناءات ترد على هذه الخاصية كعدم قابلية أسهم مؤسسي الشركة للتداول لفترة معينة بهدف الحد من قيام شركات غير جادة بتخلص مؤسسوها من أسهمهم بعد تأسيسها، وكذلك عدم قابلية الأسهم للتداول إلا بعد صدور أول ميزانية عمومية سنوية للشركة حتى يتم بناء التداول على معلومات حقيقية عن المركز المالي.

(4) عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم طالما أن الشركة مستمرة في مزاولة أنشطتها.

وهذه الخصائص تميز الأسهم عن السندات كما تميزها عن وثائق وصكوك التمويل والاستثمار كما سيتضح لنا فيما بعد.

ما أهم تصنيفات وأنواع الأسهم؟

يمكن تصنيف الأسهم من حيث طبيعتها، ومن حيث شكلها، وكذلك من حيث الحقوق التي تمنحها لمالكيها، وذلك على النحو التالي:

أولاً: من حيث طبيعة الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم من حيث طبيعتها إلى أسهم نقدية وأخرى عينية، وذلك على النحو التالي:

(أ) الأسهم النقدية: وهى التى تصدرها الشركات مقابل حصولها على مبالغ نقدية.

(ب) الأسهم العينية: وهى التى تصدرها الشركات مقابل حصولها على أصول عينية منقولة أو ثابتة.

ثانياً: من حيث الشكل

يمكن تصنيف الأسهم من حيث شكلها إلى أسهم اسمية وأخرى لحاملها، وذلك على النحو التالي:

(أ) الأسهم الاسمية: وهى الأسهم التى تحمل اسم مالكها وتنتقل ملكيتها بالقيد فى سجل المساهمين بالشركة.

(ب) الأسهم لحاملها: وهى الأسهم التى لا يذكر فيها اسم المساهم وإنما يُذكر فيها أنها لحاملها، ومن ثم تنتقل ملكيتها بالانتقال من يد إلى يد دون قيد في سجل المساهمين بالشركة، وتسرى عليها قاعدة الحيازة فى المنقول سند الملكية.

ويجب أن تكون هذه الأسهم مدفوعة القيمة بالكامل.

وتحظر بعض القوانين إصدار أسهم لحاملها وذلك رغبة منها فى فرض رقابة على تداول الأسهم.

ثالثاً: من حيث الحقوق

يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحقوق التى تمنحها لمالكيها إلى أسهم عادية وأخرى ممتازة، وذلك على النحو التالي:

(أ) الأسهم العادية: وهى الأسهم المتساوية في الحقوق.

ومن وجهة النظر التمويلية، فإن الأسهم العادية تمثل مصدر دائم للتمويل كما أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدى إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة فى هيكل رأس المال.

(ب) الأسهم الممتازة: وهى الأسهم التى تمنح لأصحابها حقوقاً أعلى من حقوق أصحاب الأسهم العادية، وقد تتمثل هذه الحقوق فيما يلي:

(1) تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل توزيعها بالتساوي على المساهمين.

(2) منح أصحاب هذه الأسهم نسبة أرباح أعلى من نسبة أرباح أصحاب الأسهم العادية.

(3) منح أصحاب هذه الأسهم أولوية عند تصفية موجودات الشركة.

(4) منح أصحاب هذه الأسهم عدداً أعلى من أصوات أصحاب الأسهم العادية فى الجمعية العامة للمساهمين.

(5) منح أصحاب هذه الأسهم الحق فى التحويل إلى أسهم عادية. ولاشك أن هذا الحق يكون بتكلفة حيث يُباع هذا السهم بأعلى من مثيله فى السوق.

(6) منح أصحاب هذه الأسهم أولوية في الترشيح لعضوية مجلس الإدارة.

(7) منح أصحاب هذه الأسهم الحق فى الاحتفاظ بمستحقاتهم فى أرباح السنوات التي لم يجرِ فيها توزيع وذلك من أرباح سنوات لاحقة.

ولعل السبب في هذه الامتيازات هو تعرض حملة هذه الأسهم لمخاطر عدم الحصول على عائد دوري كحملة السندات كما أنهم يأتون فى المرتبة الثانية بعد حملة السندات فى توزيع ناتج التصفية.

وإذا استثنينا حقيقة أن حامل السهم الممتاز يـأتي في المرتبـة الثانيـة بعـد حامـل الـسند من حيث حقه فى أموال التـصفية وحقـه في الحـصول عـلى العائـد الـذي يـدره الـسهم فإنـه يمكن القول بأن الأسهم الممتازة لا تختلف عن السندات، حيث لا تخرج عـن كونهـا مديونيـة أكـثر مـن كونهـا ملكيـة. ولـذا، لا يعتـبر مـلاك الأسـهم الممتـازة ملاكـاً حقيقيـين فى نظريـات التمويل.

ويكون للسهم الممتاز قيمة اسـمية ودفتريـة وسـوقية كالـسهم العـادى غـير أن القيمـة الدفترية للسهم الممتاز تتمثل فى قيمة الأسهم الممتازة التى تظهر فى دفـاتر الـشركة مقـسومة على عدد الأسهم المصدرة إذ ليس لحملة الأسهم الممتازة نـصيب مـن الاحتياطيـات والأربـاح المحتجزة.

ومن الناحية التمويلية فإنه يعاب عـلى هـذه الأسـهم ارتفـاع تكلفتهـا حيـث لا تـسمح الجهات الضريبية باعتبار توزيعات هذه الأسـهم عبئـاً عـلى الإيـراد كـما هـو الحـال بالنـسبة لفوائد الاقتراض مما يجعل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة التمويل بالاقتراض من الخارج.

رابعاً: أنواع أخرى من الأسهم

هناك أنواع أخرى من الأسهم لم يتم إدراجها فى التصنيفات السابقة، أهمها ما يلى:

(أ) الأسهم المجانية

وهى أسهم تمُنح للمساهمين كمكافأة دون أن يُطلب منهم سداد مقابلها. وتعتـبر هـذه الأسهم بمثابة توزيعات، حيث يستطيع المساهم بيع هذه الأسهم.

وبالطبع، فإن الأسهم المجانية تعنى زيادة عدد أسهم الشركة ومن ثم انخفاض في قيمـة السهم كما سيتضح عند تناولنا لاشتقاق أو تجزئة الأسهم.

(ب) الأسهم العادية المضمونة

هي الأسهم التي تُعطى لحاملها الحـق في مطالبـة المنـشأة بتعـويض إذا مـا انخفـضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصـدار، ويـتم التعـويض إما نقداً أو بحصول المساهم على أسهم عادية مجانية أو أسهم ممتازة.

ولا شك أن هذا النوع من الأسهم يجذب العديد من المستثمرين ولاسيما في الدول التـي تكون أسواقها المالية غير نشطة.

(ج) الأسهم ذات التوزيعات المخصومة

وهى الأسهم التي تباع للعـاملين في إطـار خطـة لمـشاركتهم فى ملكيـة المنـشأة أو نقـل الملكية إلـيهم كـما هـو الحـال بالنـسبة للحكومـات التـى تـسعى إلى الـتخلص مـن ملكيتهـا للشركات.

ولا شك أن نقل ملكية الأسهم للعاملين يعنى زيادة عدد المساهمين وتنشيط السوق.

ما المقصود باشتقاق الأسهم؟

يُقصد باشتقاق الأسهم تجزئة كل سهم إلى عدد من الأسهم، حيث يستبدل كل مـساهم السهم الذى يملكه بعدد معين من الأسهم.

و يترتب على اشتقاق أو تجزئة الأسهم ما يلى:

(1) زيادة عدد الأسهم المتداولة.

(2) تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

(3) انخفاض ربحية السهم الواحد.

وفي هذه الحالة لن يتغير رأس مال الشركة كما لن يتغـير نـصيب المـساهم في رأس مـال الشركة.

وعادة ما يتم التجزئة بهدف توسيع دائرة التعامل في أسهم الشركة وزيادة الطلب عليها من خلال إحداث تخفيض فى القيمة السوقية للسهم ـ كـما سـبقت الإشـارة ـ ولـذا، فإنـه قـد يكون من المناسب للشركات التي ترتفع قيمة أسهمها إلى الدرجة التي يخشى معهـا انخفـاض الإقبال على شرائه أن تقوم بتجزئة أسهمها. ومـن وجهـه نظـر المـساهم، فـإن تجزئـة الـسهم تمكنه من الـتخلص مـن أسـهمه بـسهولة. وعـلى ذلـك يتمتـع الـسهم الـذى يتوقـع اشـتقاقه بخاصيتين، وهما:

(أ) سهولة وسرعة التخلص من السهم بالبيع. باعتبار أنه كلما قلـت قيمـة الـسهم كلـما ساهم ذلك في التخلص منه بسرعة وبسهولة.

(ب) زيادة القيمة السوقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن التوزيعات فى شكل أسهم تحقق نفس نتيجة اشتقاق الأسهم.

ما المقصود بإعادة شراء الأسهم؟

يُقصد بإعادة شراء الأسهم قيام الشركة المصدرة للأسهم بإعادة شرائها من سوق الأوراق المالية.

وعادة ما تقوم الشركة بذلك فى الحالات التالية:

(1) الاعتقاد بأن سعر السهم أقل مما ينبغى ومن ثم يكون شراؤه بمثابة استثمار مربح.

(2) خلق تعامل نشط على أسهم الشركة.

(3) رغبة الإدارة فى توفير عدد من الأسهم للعاملين للمشاركة فى ملكية الشركة.

وبالطبع فإن الشركة تقوم بشراء أسهمها بسعر السوق الجارى، أى بالقيمة السوقية لا بالقيمة الاسمية.

ما الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم؟

يُقصد بالقيمة الاسمية تلك القيمة التى يصدر بها السهم وتدون عليه ويُحسب على أساسها رأس مال الشركة، وعادة ما يكون منصوصاً على هذه القيمة فى عقد التأسيس.

أما القيمة السوقية فهى القيمة التى يباع بها السهم فى أسواق المال، وهذه القيمة عرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً. وتتحدد هذه القيمة تبعاً لمجموعة من العوامل؛ بعضها موضوعي يتعلق بمدى سلامة المركز المالي للشركة ودرجة نجاح مشروعاتها، وبعضها غير موضوعي كتوقعات ومضاربات المضاربين.

وقد تكون القيمة السوقية أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

أمـا القيمـة الفعليـة أو الحقيقيـة فهـى القيمـة التـى يمثلهـا الـسهم فى صـافى أصـول وموجـودات الـشركة، وتحـسب هـذه القيمـة عـن طريـق قـسمة صـافى حقـوق الملكيـة (الاحتياطيات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العادية المصدرة.

العوامل التي تتحدد على أساسها القيمة السوقية للسهم ؟

تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس مجموعة من العوامل، أهمها ما يلي:

(1) معدل العائد المتوقع للسهم.

(2) معدل النمو الدائم فى ربحية السهم.

(3) معدل المخاطر التى يتعرض لها السهم.

(4) قوى العرض والطلب والتى تحكمها عوامل بعضها رشيد والآخر غير رشيد.

(5) ظروف الشركة المـصدرة للأسـهم كهيكـل التمويـل والهيكـل التنظيمـي والقـدرة عـلى المنافسة. وعادة ما يتم ذلك من خلال تحليل القوائم المالية للشركة.

(6) ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة لـلأوراق الماليـة، إذ مـن الثابـت أن كل صناعة تتأثر بقرارات حكومية معينة.

(7) الظروف الاقتصادية المحلية كالكساد والرواج ودرجة النمو الاقتصادي في الدولة.

(8) الظروف العالمية كما هـو الحـال بالنـسبة للحـروب والتغـيرات التـى تحـدث في دول مجاورة.

ولاشك أن بعض هذه العوامل قد يكون أكثر تأثيراً من البعض الآخر، كما أن بعـضها قـد يكون تأثيره قصير الأجل في حين يكون تأثير البعض الآخر طويل الأجل.

ما العوامل التي تؤثر على درجة تقلب سعر السهم ؟

هناك عدة عوامل تؤثر على درجة تقلب سعر السهم في سوق الأوراق المالية، أهمها مـا يلي:

(1) القيمة السوقية للسهم، فكلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم كلما زادت درجة تقلب سعره.

(2) عدد الأسهم المطروحة للتداول العام، فكلما انخفض عدد أسهم شركة ما مطروحة للتداول العام كلما زادت درجة تقلب سعر سهم هذه الشركة.

(3) الظروف الاقتصادية، فكلما كانت هذه الظروف غير مستقرة كلما زادت درجة تقلب سعر السهم.

ما المقصود بحصص التأسيس ؟

هي صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية تصدرها شركات المساهمة وتمنح أصحابها نصيباً من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة.

وليس لأصحاب حصص التأسيس الحق فى الإدارة كما أنه ليس لهم أى نصيب في فائض التصفية.

ولا يتحمل أصحاب حصص التأسيس خسائر لأنهم لم يقدموا أى مال.

ما المقصود بأسهم التمتع ؟

هو صك يتسلمه المساهم عند استهلاك أسهمه، ويعطى لصاحبه الحق فى الحصول على نسبة من أرباح الشركة.

وكذلك الحصول على نسبة من أموال التصفية بعد استرداد أصحاب الأسهم العادية لقيمة أسهمهم، بالإضافة إلى حق المشاركة في مداولات الجمعية العمومية والتصويت فيها.

وعادة ما تصدر أسهم التمتع من الشركات ذات الامتياز الحكومي كشركات المياه والكهرباء.

ما المقصود بالسندات؟

هي صكوك طويلة الأجل قابلة للتداول تصدرها الحكومات أو المجالس المحلية أو الهيئات العامة أو شركات المساهمة الخاصة والعامة وكذلك

شركات التوصية، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في تقاضى عائد محدد مقدماً في مواعيد محددة سلفاً بصرف النظر عن ربح أو خسارة الجهة المصدرة، فضلاً عن حقه في استرداد القيمة الاسمية للصك في نهاية المدة المحددة. ولذا، فإن السند يمثل مديونية على الجهة المصدرة له، ومن ثم يكون حامل السند دائناً لهذه الجهة.

ولا شك أن السندات التي تصدرها الحكومات تكون أكثر جاذبية من التي تصدرها الشركات المساهمة نظراً لأنها تتمتع بإعفاء ضريبي فضلاً عن تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.

وعادة ما يقوم طرف ثالث كأحد البنوك بمهمة تحصيل قيمة السند واستيفاء توقيع الطرف الثاني على العقد ودفع الفوائد الدورية وغير ذلك.

وقد تكون السندات ذات معدل فائدة متحرك حيث يُحدد لهذه السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يُعاد النظر فيه دورياً كل ستة شهور ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

كما قد تكون السندات قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل فى السوق في أي وقت في حالة وجود سوق نشط لرأس المال، كما قد لا تكون كذلك.

والأصل أن يباع السند بقيمته الاسمية إلا أنه قد يباع بقيمة أقل من قيمته الاسمية (خصم إصدار) إذا كان هناك اعتقاد بأن معدل الفائدة المدفوع أقل من معدلات الفائدة المدفوعة على سندات أخرى تتشابه مع السندات المصدرة من حيث درجة المخاطر، وفى هذه الحالة يعتبر الخصم بمثابة تعويض للمستثمر.

وقد يُباع السند أيضاً بعلاوة إصدار أى بسعر أعلى من قيمته الاسمية إذا كان معدل الفائدة المدفوع أعلى من معدلات الفائدة المدفوعة على سندات أخرى مشابهة مع السندات المصدرة من حيث درجة المخاطر، وفى هذه الحالة تعتبر العلاوة بمثابة تعويض للشركة المصدرة.

ويوجد عدة أنواع من السندات أهمها السندات المضمونة بأصول والسندات العادية، والسندات من الدرجة الأولى، وكذلك من الدرجة الثانية.

وقد تكون السندات قابلة للتحويل إلى أسهم عن طريق الشركة المصدرة للسند، وعادة ما ينص على هذا الحق فى نشرة الإصدار، وفى هذه الحالة تكون السندات أحد وسائل التمويل بالمديونية القابلة للتحويل إلى تمويل بالملكية. ولذا، يباع السند – في هذه الحالة - بسعر أعلى من مثيله فى السوق.

وقد يُنص في عقد إصدار السندات كذلك على بعض الشروط، أهمها ما يلي:

(1) رهن بعض الأصول الثابتة للطرف الثاني ضماناً لسداد الطرف الأول.

(2) وضع قيود على إصدار سندات أُخرى في تاريخ لاحق.

(3) حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها.

وقد يكون السند اسمياً وهذا يحقق الحماية لصاحبه من السرقة ويكون غير قابل للتداول، وفى هذه الحالة يتم إصدار الفوائد بشيكات باسم الشخص المسجل باسمه السند.

كما قد يكون السند لحامله وبذلك يُعد قابلاً للتداول، وفى هذه الحالة على حامل السند أن يقدم للبنك الكوبون المرفق بالسند لتحصيل قيمة الفائدة.

وتجدر الإشارة إلى أنه في السنوات الأولى من عمر أي سوق مالية، فإن المستثمرين يفضلون التعامل في السندات نظراً لأن للسند قيمة اسمية وعائداً محدداً كما أن لحامل السند أولوية عن غيره عند التصفية، فضلاً عن أن التقلبات فى القيمة السوقية للسند من جراء أى ممارسات غير أخلاقية قد تكون محدودة بالمقارنة بالأسهم.

وسوف نتناول في الفصل الخامس الحُكم الشرعي في إصدار وتملك وتداول السندات.

ما خصائص السندات ؟

(1) يمثل السند ديناً طويل الأجل على الشركة.

(2) يستوفى حامل السند فائدة محددة مقدماً سواء ربحت الشركة أم خسرت.

(3) يتقدم حامل السندات على حملة الأسهم فى استيفاء قيمة السندات عند تصفية الشركة.

(4) لا يشترك حملة السندات في الجمعيات العمومية للمساهمين.

(5) قابلية السندات للتداول بالطرق التجارية.

ما الفرق بين السهم والسند؟

يمكن تلخيص أهم الفروق الجوهرية بين السهم والسند فيما يلى:

م	مجال المقارنة	السهم	السند
(1)	**من حيث طبيعة الصك**	**جزء من رأس المال.**	**دين على الشركة.**
(2)	**من حيث طبيعة العلاقة**	**حامل السهم شريك في الشركة.**	**حامل السند دائن للشركة.**
(3)	**من حيث تغير العائد**	**ربح السهم متغير، وقد يلحق به خسارة.**	**ربح السهم ثابت ولا يتأثر بالخسارة.**
(4)	**من حيث حق مالك الصك فى الرقابة على الشركة**	**لحامل السهم الحق فى الرقابة على الشركة عن طريق الجمعية العامة للمساهمين.**	**ليس لحامل السند الحق فى الرقابة على الشركة.**
(5)	**من حيث طريقة استرداد رأس المال**	**لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع فى البورصة أو عند تصفية الشركة.**	**يسترد حامل السند رأسماله فى الموعد المحدد لاستحقاق السداد.**
(6)	**من حيث تصفية الشركة**	**عند وقوع الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.**	**لحامل السند الأولوية فى الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو فى حالة التصفية.**

ما المقصود بأذون الخزانة ؟

تُمثل أُذون الخزانة أوراق مالية قصيرة الأجل (لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة)، تصدرها الحكومة بهدف سد احتياجاتها العاجلة.

ولذا، فهي تُعد أحد صور السندات التي تصدرها الحكومة غير أنها قصيرة الأجل.

ما المقصود بوثائق الاستثمار ؟

يُقصد بوثائق الاستثمار تلك الصكوك التي تعطى لحاملها الحق فى المشاركة فى نتائج استثمارات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع المثبتة في نشرة الاكتتاب التي تصدرها هذه الصناديق.

ما المقصود بصكوك الاستثمار؟

يُقصد بصكوك الاستثمار تلك الصكوك التي تصدرها الشركات العاملة في مجال تلقى الأموال لاستثمارها، وتعطى لمن يملكها الحق فى المشاركة في الأرباح دون الإدارة.

وتخول هذه الوثائق حقوقاً متساوية لمالكيها تجاه الصندوق، كما يتحدد نصيب مالك الوثيقة من الصندوق فى حصة شائعة من المحفظة ككل دون أن يكون له الحق فى ملكية أوراق مالية معينة داخل المحفظة.

ما المقصود بصكوك التمويل؟

يُقصد بصكوك التمويل صكوك ذات عائد متغير تصدرها شركات المساهمة التى تعمل فى غير مجال تلقى الأموال لاستثمارها لمواجهة احتياجاتها التمويلية.

وبعد أن تناولنا مفهوم وخصائص الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المختلفة للأوراق المالية ننتقل فى الفصل التالي للتعرف على المعاملات التي تتم في هذه الأسواق.

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة في الأسواق المالية باعتبارها السلعة الوحيدة التي تم تداولها في هذه الأسواق و يمكن تعريف الورقة المالية بالتعريف التالي:

الورقة المالية: هي عبارة عن المثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل محددة سل(محمد صالح الحناوى-1997-ص 55).

أنواع الأوراق المالية: تنقسم الأوراق المالية إلى نوعين الأسهم والسندات:

أولاً. الأسهم : حيث السهم هو عبارة عن صك يتبت لصاحبة الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، ويضمن هذا الحق الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع عدد

الأسهم، ويكون مسؤولية المساهم محدودة على عدد الأسهم التي يمتلكها، و تنقسم هذه الأسهم إلى نوعين أساسيين هما عادية وممتازة :

أ / الأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند له ثلاثة قيم وهي قيمة أسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية .

-القيمة الاسمية/ هي القيمة التي تتم تداولها على قسيمة السهم ، وعادة ما يكون منصوص عقد التأسيس .

-القيمة الدفترية/ هي قيمة حقوق الملكية تتضمن الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

- القيمة السوقية/ هي التي يباع بها السهم في سوق المال .

ويتمثل التقييم الحقيقي للسهم العادي في العائد الذي يتوقع بتولد من امتلاك هذا السهم و يتمتع جملة الأسهم العادية بعدد من الحقوق التالية: (طارق عبد العال-ص22).

1- حق الحصول على حصة من أرباح الشركة ، ولكن بعد أستفاء أصحاب الحقوق الأخرى بنصيبهم.

2- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى.

3- حق حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية لها وتقرير مراقب الحسابات.

4-حق التصويت على قرارات الجمعية العامة .

5-حق الترشيح بمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة .

6-حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال للشركة .

وتتمتع الأسهم العادية بمزايا في نقل الملكية لسهم البيع والشراء أو التنازل لا يجوز للمستثمر للرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا أراد التخلص من السهم عليه بعرضه للبيع في سوق المال، وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي قام بدفعها لشراء السهم أحياناً لا يسترد شيء على الإطلاق كذلك ليس من حقه أن يطالب بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيع هذه الأرباح .

ب/ الأسهم الممتازة : فهي مستند ملكية لا يختلف كثيراً عن السهم العادي فهو أيضا له ثلاثة قيم أسمية ودفترية وسوقية ،. غير أن القيمة الدفترية لسهم الممتاز لا تتضمن نصيب فى الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في الميزانية العمومية للشركة,و لحامل أسهم الممتازة عد ة حقوق وهي :

1-لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية .

2-الحق في توزيعات سنوية و تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وفي حالة عدم تحقيق الأرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها، فعليه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة إذا لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم .

تتمتع المنشآت التي تعتمد على هذه الأسهم على عملية التمويل بعدة مزايا أهمها أنها ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات في كل سنة للإرباح التي فيها التوزيعات محدودة بمقدار معين، كما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت ألا عند المشاكل الكبيرة، كذلك فأن إصدار المزيد من هذه الأسهم يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مما يترتب علية زيادة الطاقة الافتراضية في المستقبل.

ويعاب على الأسهم الممتازة ارتفاع تكلفتها نسبياً، حيث أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أكبر من تكلفة الاقتراض, ويرجع ذلك إلى أن توزيعات هذه الأسهم على عكس الفوائد لا تخضع للضريبة،مما يحرم المنشأة من وفورات ضريبية. حيث أن حملة الأسهم الممتازة يتحملون المخاطرة أكبر من المفترضين و بهذا يطالبون بمعدل فائدة اكبر، وفى حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية تأتي الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية في التوزيع .

كما يوجد نوعين آخرين من أنواع الأسهم و هما :

1- الأسهم الاسمية: و هي أسهم يتم تقييد أسم المساهم بها في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرتها و عند التداول يتم نقل الملكية باسم مساهم جديد .

2- الأسهم لحاملها: وهي أسهم أشبه بالنقود ولا ترتبط بالشخص الذي يمتلكها أي أنها تنتقل بمجرد المناولة .

ثانياً. السندات : السند هو صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة ، وتصدرها الشركات السندات في شكل شهادات أسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، ويمثل السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحامليها في

مواجهة الشركات (د. طارق عبد العال حماد- 1998-ص24).

السند قد يكون لحاملة وبذلك يصبح ورقة مالية قابلة للتداول للبيع والشراء أو حتى بالتنازل، وفي تاريخ الاستحقاق يتقدم المستثمر إلي البنك المختص لتحصيل قيمة السند مع الفائدة، كما أنه هناك سندات أخرى تسمى بالسندات الاسمية وتدفع الفوائد للشخص الذي تحمل أسمه، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبها ضد السرقة و التلف وغير قابلة للتداول على النحو الذي تتم فيه تداول سندات لحاملها .

أما معدل الفائدة للسند يتحدد بناء على متغيرات ومن أهمها / عدم الوفاء بالالتزامات في مواعيد الاستحقاق المحددة، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم الشركة والمركز المالي الشركة وغيرها .

- الأوراق المالية الأخرى :

- الأوراق المالية الحكومية المتداولة في الأسواق المالية :

ويمكن تصنيفها إلي عدة أنواع ومن أهمها :

أولاً : الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية و هي :

<u>أ / الأوراق المالية التي تحتكرها وزارة الخزانة:</u> ويقصد بها السندات الادخارية وهي سندات غير قابلة لتداول البيع والشراء أو التنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير و تشتري فقط من وزارة الخزانة و هي أيضاً المكان الوحيد الذي يسترد فيه قيمة هذه السندات

ويحصل حامل السند على معدل فائدة متغير وترتبط بمعدل الفائدة على نوع آخر من السندات التي تصدرها وزارة الخزانة، وذلك بشرط إلا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة .

ب / الأوراق المالية القابلة للتداول : وتصدر الأوراق المالية من البنك المركزي و فروعة ، وتتداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة ((البورصة)) وتتداول بعضها الآخر في السوق الغير منتظمة عن طريق السماسرة والبنوك التجارية و تجار الأوراق المالية. وتتميز هذه الأوراق بأن العائد لا يقتصر على معدل الفائدة المحددة إنما تتضمن الأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها .

ومن هذه الأوراق سندات الخزانة والسندات بلا كوبون .

ثانياً : الأوراق التي تصدرها الحكومات المحلية :

يعطي القانون في الولايات المتحدة الحكومات المحلية حق إصدار الأوراق المالية لغرض الاقتراض من خلال إصدار سندات تتفاوت من حيث تاريخ الاستحقاق و معدلات الفائدة والضمانات المتاحة، وتكون سندات أسمية باسم المشتري أي غير قابله للتداول ومن تم تصدر شيكات تحمل اسم حاملها.

وسندات لحاملها قابلة للتداول تدفع الفوائد لحامل هذه السندات .

ويتضمن في القانون إصدار هذه السندات على إعفاء السندات من الضرائب التي تفرضها الحكومة المركزية، رغم ذلك فأن الإعفاء يقتصر على الدخل الممثل في الفوائد دون الأرباح الرأسمالية .

- الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد :

يقصد بهذا السوق الذي يتكون من المؤسسات الخاصة أو المتخصصة مثل بيوت السماسرة والبنوك التجارية التي تتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل

ومن أبرز أنواع الأوراق المتداولة في سوق النقد هي :

1- شهادات الإيداع القابلة للتداول: يقصد بها تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية والتي يكون لحاملها التصرف فيها بالبيع والتنازل .

وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من الشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق .

وتعتبر هذه الشهادات ودائع الأجل لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل انتهاء تاريخ الاستحقاق، و لذلك يمكن استرجاعها من خلال بيعها من السوق الغير المنتظمة .

2-الكمبيالات المصرفية: هي تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص من إحدى المصارف ويمكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الاستحقاق كما يمكن بيعه لشخص ثالث وهكذا .

وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد الرجوع على المقرض الأصلي وذلك استرداد قيمة التعهد إذا لم ينجح عليه الرجوع إلي البنك ، و يمكن بيع هذه الكمبيالات في السوق الغير المنتظمة .

3-الأوراق التجارية : تتمثل هذه الأوراق في الكمبيالات التي تتراوح تاريخ استحقاقها ما بين خمسة أيام إلي تسعة أشهر، تصدر هذه الكمبيالات من منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ولهذه الأوراق سمات أساسية أهمها:

أ-أنها مضمونة بأي أصل من أصول المنشآت، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة و مكانتها، و التي بفضلها تقبل البنوك التجارية بالالتزام بسداد هذه الأوراق في موعدها .

ب-التزام البنوك بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار فيها محدودة و تم يصبح المتوقع أن يكون معدل الفائدة التي تحمله منخفضاً و يعادل تقريباً معدل الفائدة للكمبيالات المصرفية .

ج-تسهم الطبعة المميزة لتلك الأوراق في خلق سوق غير منتظمة نشطة.

د-مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها .

وحيث أن توجد عدة أنواع أخرى من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد مثل اتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي وقرض الدولار الأوروبي واتفاقيات إعادة الشراء كذلك أذونات الخزانة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة .

- المتعاملون في بورصة الأوراق المالية :

أن استثمار الأموال من قبل المتعاملين في سوق الأوراق المالية تم على أساس التضحية بها من أجل الحصول على العائد في المستقبل ، ويمكن تقسيم المتعاملون في الأوراق المالية كما يلي:

حق التصويت على قرارات الجمعية العامة .

حق الترشيح بمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة .

حـق الأولويـة في الاكتتـاب في أسـهم زيـادة رأس مـال للـشركة. هـي صـناديق تؤسـسها المـصارف أو شركـات التـأمين والـشركات المـساهمة مـستقلة تتمتـع بخـبرة وكفـاءة في إدارة صناديق الاستثمار بهدف جمع الأموال اللازمة من الأفراد والشركات والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، وبعد ذلك تتم استخدام تلك الأموال في الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بما تحقق التوسع الكف والعائد المناسب لعملة وثائق الاستثمار .

الأجانب: وتميز تعاملات الأجانب على أنهم يقوم عـلى دراسـة وتحليـل وتقيـيم الأوراق المالية المتداولة في البورصة على أسس موضوعية واختيار أنـسبها والتـي تتوقـع نموهـا كـذلك اختيار التوقيت المناسب لعملية البيع والشراء، فالشراء عندما تكون الأسعار منخفضة أم البيع يتم لجني الأرباح عندما ترتفع أسعار الأوراق المالية في البورصة .

1- الشركات الوسطاء بين المتعاملين : وتنقسم إلي قسمين هما:

أ / شركات السماسرة: وهي شركات مساهمة وتوصـية بالأسـهم تقـوم بتنفيـذ عمليـات شراء وبيع الأوراق المالية في البورصة بالنيابة عن عملائها.

ب / شركة المقاصة و التسوية : وتقوم بتنظيم وإسلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليهـا بواسطة شركات السماسرة وتسوية المراكز المالية التابعة عن عملية التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقاً لنظام بورصة الأوراق المالية .

4- <u>شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية</u>: هذه الشركات تقوم بالنيابـة عـن كبـار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية وإدارتها، أي تغيير مكونـات المحفظـة بحسب ظروف السوق المالية وتتم بطلب العميل نفسه،أو عن طريق قيام العميـل بتفـويض الشركة القيام بهذه الأعمال وتختلف هذه الشركات عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك لكـل عملية محقطة خاصة به ومستقلة .

5- <u>شركات تتعامل بـالأوراق الماليـة لحـسا بهـا الخـاص</u> : هـذه الـشركات تبـاشر في عـدة أنشطة منها ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والسمـسرة في الأوراق الماليـة وتكـوين وإدارة محافظة الأوراق المالية وصناديق الاستثمار والمقاصة والتسوية في معاملات التداول في الأوراق المالية .

6- المستثمرون الأفراد: يحتاج المستثمر الفرد إلي المعلومات الكافية لرصد تحركات السوق بطريقة أو بأخرى، لأنه بموجب هذه المعلومات يقوم باتخاذ قراراته الاستثمارية المبنية على أساس سليم لكي يتضمن النتائج المرجوة .

ثالثا- الخطوات الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية:

عملية الاستثمار في الأوراق المالية تعد خطواتها نصف الطريق الذي يمر به المستثمر في اتخاذ القرارات الخاصة بعملية اختيار الأوراق المالية و مقدار الاستثمار والوقت المناسب للاستثمار فيه .(محمد صالح الحناوى1997 ص14-15)

أولاً: وضع سياسة الاستثمار: أن الخطوة الأولى في وضع سياسة الاستثمار هي تحديد الأهداف بالنسبة للمستثمر وقيمة ثروته التي يجب أن توجه إلي الاستثمار .

وبما أن هناك المخاطرة في استثمارات الأوراق، المالية فأنة يجب أن تتضمن هدف الاستثمار وهو تحقيق أكبر عائد ممكن احتمال بأن تحقق خسائر كبيرة يجب أن يتضمن الهدف عنصري العائد والخطر في نفس الوقت.

وأخيرا يجب التعرف على المجموعات المرتقبة من الأصول المالية والتي يمكن أن تكون منها المحقطة النهائية وهذه تتوقف على عوامل عديدة منها:

1-أهداف الاستثمار .

2-قيمة الثروة التي يمكن أن توجه للاستثمار .

3-الموقف الشخصي للمستثمر .

ثانياً: تحليل الأوراق المالية: هي القيام لتحليل الأوراق المالية وفحص عدد من الاستثمارات الفردية أو مجموعات الأوراق المالية في إطار المجموعات العامة للأصول المالية، الغرض من هذا الفحص تحديد الأوراق التي يبدو أن هناك اختلاف في أسعارها .

هناك طرق عديدة لتحليل الأوراق المالية أهمها التحليل الفني والتحليل الأساسي .

أ / التحليل الفني: وفيه يعتمد المحلل في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار على البيانات السابقة للأسعار أو الحجم والتداول وذلك لتحديد اتجاهات

السوق السابقة التي يمكن على أساسها ويقوم بالتنبؤ بالسلوك المستقبلي لسوق الأوراق المالية ويمكن من خلال ذلك التنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل لسهم معين وهناك بعض الافتراضات التي يمكن أن تستخدمها في التحليل لتنبؤ تحركات الأسعار .

1-تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة وخدمة من خلال تفاعل قوي الطلب والعرض .

2-هناك عوامل تحكم العرض والطلب بعضها منطقية وأخرى غير منطقية تشمل المتغيرات الاقتصادية التي يركز عليها المحللون الأساسيون في آرائهم، أن السوق يقسم العوامل باستمرار وبصورة آلية .

ب / التحليل الأساسي: في هذا التحليل تعتبر القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تساوى مع القيمة المالية لجميع التدفقات النقدية التي تتوقع حامل الأصل أن يحصل عليها لاحقاً .

وبناءً عليه يحاول المحلل الأساسي أن يتنبؤ بوقت وقيمة هذه التدفقات النقدية تم تحويلها إلي القيم المالية باستخدام معامل خصم ملائم مع نموذج مناسب يخصم التوزيعات .

أي ضرورة التنبؤ بتوزيعات السهم في المستقبل أو بعد تحديد القيمة الحقيقية للسهم و تتم بعد ذلك المقارنة بالسعر السوقي للمعرفة بماذا كان السهم قد تم تسعيرة بصورة عادلة إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من السعر السوقي فهذا يعني وجود مغالاة، أما في سعر السهم أو قيمته، أما إذا حدث العكس فيذل ذلك على وجود قصور في سعر السهم أو قيمته ويعتبر اتجاه الاختلاف ما بين القيمتين السوقية و الحقيقية من المعلومات الهامة التي يستند عليها المحلل السياسي في الوصول إلي اقتناع بوجود خلل معين في تسعير السهم .

ويتم تصحيح هذا الخلل بواسطة السوق في المستقبل، أي أن أسعار الأسهم ذات السعر القاصر سترتفع في المستقبل بدرجة كبيرة، أما إذا كانت الأسعار المغالاة فيها فأنها سوف تنخفض في السوق بدرجة كبيرة أيضاً من خلال حركة وحجم التداول و التعامل في السوق المالية .

ثالثاً : بناء المحفظة: وفي هذه المرحلة من عملية الاستثمار في الأوراق المالية يتم التعرف على الأصول الواجب الاستثمار فيها، مع تحديد النسب من ثروة المستثمر التي سوف يتم الاستثمار في كل أصل. ومن هنا تأتي أهمية العناصر التالية أثناء بناء المحفظة :

أ / الانتقاء: ويطلق عليه التنبؤ الجزئي وهو تحليل الأوراق المالية ويركز على تحركات الأسعار للأسهم الفردية .

ب / التوقيت: الذي يطلق عليه التنبؤ الكلي ويتضمن التنبؤ أسعار الأسهم العادية بصورة عامة بالمقارنة بأسعار الأوراق المالية ذات العائد الثابت .

ج / التنويع: في المحفظة المستثمر يجب أن يتم بنائها بصورة تنخفض فيها المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية متى حدثت التقلبات في السوق.

رابعاً: مراجعة المحفظة الاستثمارية: مراجعة المحفظة بشكل دوري على فترات متقاربة للخطوات الثلاثة السابقة، فقد لا تحقق المحفظة الاستثمارية الحالية الأهداف الاستثمارية للمستثمر، وفي هذه الحالة من الأفضل للمستثمر بناء محفظة استثمارية جديدة، ويتم ذلك عن طريق بيع الأوراق المالية التي لا تحقق أهداف المستثمر وشراء أوراق مالية أخرى. والدافع الأخر الذي يؤدي إلى إعادة النظر في المحفظة الاستثمارية هو أن أسعار الأوراق المالية تتغير من فترة إلي أخرى، وبالتالي فأن بعض الأوراق المالية كانت أصل جيد في فرة معينة، ولم تعد كذلك الآن و العكس صحيح مع أوراق مالية أخرى وهذا يترتب عليه أن المستثمر سوف يتخذ قرار ببيع الأوراق المالية الأولى وشراء أوراق مالية أخرى، ويتوقف القرار على عدة عوامل منها: تكلفة العمليات المرتبطة بأجراء التغيرات، بالإضافة إلى حجم التحسينات المتوقعة في المحفظة الاستثمارية المعدلة.

خامساً: تقييم أداء المحفظة: هي الخطوة الأخيرة في العملية الاستثمارية ويتم فيها تقييم دوري للمحفظة الاستثمارية بتحديد كفاءة المحفظة من ناحية العائد والخطر المصاحب له، و هنا لابد من تنمية المقاييس المناسبة لتحديد العائد والخطر وتحديد الأنماط والمعايير التي يتم القياس على أساسها .

مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية:

المعنى اللغوي للاستثمار:

مصدر لفعل استثمر يستثمر استثماراً، وهو مشتق من ثمر، والثاء والميم والراء أصل واحد يدل على شيء يتولّد من شيء، ثم يحمل على غيره استعارة[1]، ومن جملة الدلالات اللغوية التي وقف عليها الكاتب لهذا المصطلح:

1- حمل الشجر، وواحدة ثمرة، والجمع ثمار وثمرات، وجمع الجمع ثمرٌ[2]، وقد قال الله سبحانه وتعالى: ﴿وَأَنْزَلَ مِنْ السَّمَاءِ مَاءً فَأَخْرَجَ بِهِ مِنْ الثَّمَرَاتِ رِزْقًا لَكُمْ﴾[3] وقال سبحانه: ﴿انظُرُوا إِلَى ثَمَرِهِ إِذَا أَثْمَرَ﴾[4].

2- الولد، تطلق الثمرة على الولد؛ لأن الثمرة ما ينتجه الشجر، والولد ينتجه الأب مجازاً[5]، وقد جاء في الحديث: "إذا مات ولد العبد، قال الله تعالى لملائكته: قبضتم ولد عبدي، فيقولون: نعم، فيقول: قبضتم ثمرة فؤاده، فيقولون: نعم...".

3- النماء والزيادة والكثرة, يقال: ثمَّر ماله, أي: نمّاه، وأثمر الرجل, أي: كثر ماله، وثمَّر الله مالك: أي كثّره[6].

4- ويطلق الثمر كذلك على أنواع المال كالذهب والفضة[7].

المعنى الفقهي للاستثمار:

بداية: يقف الكاتب عند سؤال مفاده: هل ورد لفظ "استثمار" في كتب الفقه وأصوله ؟ من خلال مراجعة الكاتب لما كتب حول موضوع الاستثمار خصوصاً الرسائل الجامعية وقف المؤلف على:

أولاً: إن المؤلفة منيرة مقابلة في دراستها لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي الموسومة بـ: صناديق الاستثمار، نفت بشكل مطلق وجود لفظ

---

(1) ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، ج1/ ص388.

(2) ابن منظور، لسان العرب، ج2/ ص126.

(3) سورة البقرة/ من آية (22).

(4) سورة الأنعام/ من آية (99).

(5) ابن الأثير الجزري، النهاية في غريب الحديث، ج1/ ص218.

(6) الفيروز آبادي، القاموس المحيط، ص359.

(7) ابن منظور، لسان العرب، ج2/ ص126.

الاستثمار في كتب الفقهاء القدامى حيث قالت ما نصه: "لم يظهر لفظ الاستثمار في كتب الفقهاء القدامى"[(1)].

ثانياً: إن المؤلف أحمد حسن في دراسته لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي نفى كذلك استعمال هذا المصطلح في كتب الفقه القديمة حيث قال: "لفظ الاستثمار Investment مصطلح حديث في الدراسات الاقتصادية المعاصرة، لم يستعمله الفقهاء السابقون"[(2)].

ثالثاً: إن المؤلف: قطب سانو يرى أنه من الصعوبة بمكان أن يعثر المرء على لفظ استثمار في كتب الفقه[(3)].

* وقد قمت بتتبع هذا المصطلح في كتب الفقهاء، ومما وقفت عليه:

أولاً: قال الإمام الغزالي في المستصفى: "فإن الأحكام ثمرات وكل ثمرة لها صفة حقيقية في نفسها، ولها مُثمِّرٌ ومستثمر وطريق في الاستثمار... وطرق الاستثمار هي وجوه دلالة الأدلة... والمستثمر هو المجتهد".

ثانياً: قال المرغيناني في الهداية في شرح بداية المبتدي، في معرض حديثه عن المُهايأة: "لو كان نخل أو شجر أو غنم بين اثنين فتهايئا على أن يأخذ كل واحد منهما طائفة يستثمرها أو يرعاها... فلا يجوز".

ثالثاً: قال الإمام النووي في مقدمة كتابه المجموع ضمن آداب المعلم: "ويبين له -أي لطالب العلم-جملاً مما يحتاج إليه ... وكيفية استثمار الأدلة".

رابعاً: قال شيخ الإسلام ابن تيمية في معرض حديثه عن تفريق الصفقة "الأصل الثاني أن يقال: إكراء الشجر للاستثمار يجري مجرى إكراء الأرض للازدراع..."

وعليه، فإن مصطلح الاستثمار، مصطلح مطروق في كتب الفقه والأصول ضمن معنيين: الأول الاستثمار المعنوي كما ورد في عبارة الإمام الغزالي والإمام

---

(1) مقابلة، منيرة، (2001م)، صناديق الاستثمار-دراسة فقهية اقتصادية، حالة الأردن، رسالة ماجستير, غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، ص30.

(2) حسن، أحمد محيي الدين، (1986م)، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ط1، البحرين: بنك البركة الإسلامي للاستثمار, ص17.

(3) سانو، قطب مصطفى، (2001م)، المدخرات، أحكامها، طرق تكوينها، واستثمارها في الفقه الإسلامي، ط1، عمان: دار النفائس، ص87-88.

النووي، والثاني الاستثمار ضمن المجال الاقتصادي كما ورد في عبارة الإمام المرغيناني والإمام ابن تيمية، لكن المؤلف لم يقف على تعريف محدد للاستثمار في الفقه الإسلامي في كتب الفقهاء القدامى، وسيذكر المؤلف ما يراه في تعريف الاستثمار في المسالة التالية.

المعنى الاقتصادي للاستثمار:

عرف الاقتصاديون الاستثمار بعدة تعريفات، منها:

-التعريف الأول: "التنازل عن السيولة التي يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن، قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية"[(1)].

-التعريف الثاني: "توظيف للنقود لأي أجل في أي أصل أو حق ملكية أو ممتلكات أو مشاركات محتفظ بها للمحافظة على المال أو تنميته، سواء بأرباح دورية أو بزيادات في قيمة الأموال في نهاية المدة أو بمنافع غير مادية"[(2)].

-التعريف الثالث: "الحصول على حقوق ترتبط بأصول مادية أو معنوية (غير مادية) بغية الحصول على دخل عاجل أو آجل كما يتراءى للمستثمر، أو يتلاءم مع حاجته أو رغبته"[(3)].

-التعريف الرابع: "مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلاً بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية"[(4)].

من خلال التعريفات السابقة لمعنى الاستثمار من المنظور الاقتصادي، يتضح للباحث الآتي:

إن التعريفات السابقة لها معاني متقاربة حيث إن هدف الاستثمار كما ورد من خلالها هو الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، وقد أغفلت

---

(1) رمضان، زياد، (1998م)، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، ط1، عمان: دار وائل، ص13.

(2) الهواري، سيد، (1982م)، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية-الاستثمار، ط: بدون، مصر: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ج6/ ص16.

(3) محمد، محمد سامي، (1966م)، مبادئ الاستثمار، ط: بدون، المطبعة السلفية، ص 17.

(4) صيام، أحمد زكريا، (1997م)، مبادئ الاستثمار، ط1، عمان: دار المناهج, ص19.

التعريفـات دور القـيم في توجيـه وترشـيد الاسـتثمار، لمـا للقـيم مـن دور هـام في العمليـة الاستثمارية فالاستثمار باعتباره حركةً وعملاً لا بد له من قيم وضوابط تحكمه.

ويرى المؤلف أن الاستثمار من منظور إسلامي يمكن أن يعرف بـ "توظيـف المـسلم مالـه أو جهده في نشاط اقتصادي مشروع، بهدف الحصول على نفـع يعـود عليـه أو عـلى غـيره في الحال أو المال".

وقد قيدت التعريف بقيـدين، الأول: ألا يتعـارض مـع قواعـد الـشريعة فـلا اسـتثمار في تجارة محرمة شرعاً كالخمور مثلاً، والثاني: هدف الاستثمار لـيس النفـع للمـستثمر فقـط بـل لتشغيل ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.

أهمية الاستثمار:

معظم المنشآت بمـا فيهـا الـشركات المـساهمة تقـوم بعمليـة اسـتثمار أموالهـا الفائـضة لأسباب منها[1]:

1. استغلال الأموال الزائدة عن الحاجة لفترات قصيرة أو طويلة الأجل من أجل تحقيق عائد إضافي مناسب.
2. من أجل توفير السيولة للشركة عندما يحين الموعـد لـسداد التزاماتهـا أو احتياجاتهـا إلي سيولة نقدية، بأن تحول استثماراتها إلي نقد عند الحاجة إلي ذلك.
3. مساهمة وبناء علاقات مع شركات أخرى تقوية مركزها المالي عن طريق الاندماج أو الاتحاد مع الشركات القابضة أو التابعة.
4. الاستفادة من الاستثمار في تخفيض آثار التضخم وآثاره عن طريق تحويـل النقـد إلي أصول سريع التحول إلي نقد مع فائض مجزي[2].

مخاطر الاستثمار:

المعنى اللغوي للمخاطر:

المخاطر في اللغة مشتقة من خ ط ر، وهذه الحـروف أصـلان لمعنيـين, أحـدهما: القَـدْرُ والمكانة، والثاني: اضطراب الحركة[3]، ويظهر ذلك من خلال المعاني التي استعملت فيها، منها:

---

(1) د. حسين يوسف القاضي، المحاسبة الدولية ومعاييرها، عمان: دار الثقافة، 2011م، ص52.

(2) د. موسى عبد الرءوف حامد، ورقة استثمار الوقف وكيفية تطويره.

(3) ابن فارس، أبو الحسين، أحمد (ت 395هـ = 1004م)، معجم مقـاييس اللغـة، ط: بـدون، 6م، تحقيـق وضـبط: عبد السلام هارون، دار الفكر، بيروت، 1399هـ-1979م، ج2/ص199.

1. ارتفاع القدر والمكانة والشرف والمنزلة، يقال: رجل خطير, أي: له قدر، وأمر خطير, أي: رفيع[1]، ومنه قوله صلى الله عليه وسلم في الحديث: "ألا مشمرٌ للجنة؟ فإن الجنة لا خطرَ لها" أي: لا مِثل لها[2].
2. الاهتزاز: يقال: رمح خَطّارٌ, أي: ذو اهتزاز شديد، وخطر الرمح يَخْطِرُ، أي: اهتز[3].
3. التبختر: يقال: خَطِرَ يَخْطُر إذا تبختر، ومنه ما جاء في الحديث: "... خرج مَلِكُهُم مَرْحَبٌ يَخْطِرُ بسيفه"[4] أي: يهزه معجباً بنفسه متعرضاً للمبارزة، أو أنه كان يَخْطِر في مشيه, أي: يتمايل ويمشي مِشية المعجب وسيفه في يده[5]، وسمى الأسد الخطّار؛ لتبختره وإعجابه أو لاهتزازه في مشيه[6].
4. الإشراف على الهلاك، يقال: خاطر بنفسه يخاطر، وخاطر بقومه كذلك إذا أشفاها وأشفى بها وبهم على خطر, أي: على شفا هُلكٍ أو نيل مُلكٍ، وقد جاء في الحديث "... إلا رجل خرج يخاطر بنفسه وماله" أي: يلقيها في الهلكة بالجهاد.
5. ويسمى الرهان خطراً؛ لوجود احتمالية الربح أو الخسارة، يقال: تخاطرا, أي: تراهنا، وتخاطروا على الأمر, أي: تراهنوا، وخاطرهم: راهنهم.

---

(1) ابن منظور الإفريقي، أبو الفضل، جمال الدين، محمد بن مكرم، (ت 711هـ = 1311م)، لسان العرب، ط3، 16م، نسقه وعلق عليه ووضع فهارسه: مكتب تحقيق التراث، دار إحياء التراث العربي، ومؤسسة التاريخ العربي، بيروت، 1413هـ-1993م، ج4/ص 137.

(2) ابن الأثير الجزري، مجد الدين، أبو السعادات، المبارك بن محمد، ت 606هـ = 1209م، النهاية في غريب الحديث والأثر، ط1، تحقيق: خليل شيحا، دار المعرفة، بيروت، 1422هـ-2001م،ج1/ص 504.

(3) ابن منظور، لسان العرب، ج4/ص 137.

(4) مسلم، أبو الحسين، مسلم بن الحجاج، ت 261هـ= 874م، صحيح مسلم، ط1، رقم كتبه وأبوابه: محمد تميم، وهيثم تميم، دار الأرقم، بيروت، 1419هـ-1999م، كتاب (20/32)، الجهاد والسير، باب 47/45 غزوة ذي قَرَد وغيرها، رقم الحديث 4701/ 131 1806، ص 898

(5) ابن الأثير، النهاية في غريب الحديث، ج1/ ص504، وقد شرح النووي "يخطِر بسيفه" بقوله: "بكسر الطاء أي: يرفعه مرة ويضعه أخرى".

(6) الزبيدي، محمد مرتضى الحسيني، (ت 1205هـ = 1790م)، تاج العروس من جواهر القاموس، ط1، 23م، تحقيق: إبراهيم الترزي، راجعه: عبد الستار فراج، مطبعة حكومة الكويت، الكويت، 1392هـ-1972م (رقم 16 ضمن سلسلة التراث العربي)، ج11/ ص198.

6. ومن جملة دلالات الخطر الخاطر, وهو: اسم لما يتحرك في القلب من رأي أو معنى يقال: خطر ببالي أمر، وعلى بالي كذلك، وهو يدل على الاضطراب والحركة[1].

المعنى الفقهي للمخاطرة:

إن استخدام الفقهاء لمفهوم المخاطرة يكاد لا يخرج عن المعاني اللغوية التي ذكرها المؤلف آنفاً، ووجد المؤلف أن السادة الفقهاء استخدموا مفهوم المخاطرة على عدة معاني، منها:

أولاً: المراهنة، وكل ما يعتمد على الحظ دون أن يكون للإنسان تدبير فيه.

ثانياً: التصرف الذي قد يؤدي إلى الضرر، ويقال: خاطر بنفسه، أي: فعل ما يكون الخوف فيه أغلب).

ثالثاً: المجازفة وركوب الأخطار[2].

رابعاً: احتمالية الخسارة والضياع[3].

وقال عنها الإمام ابن القيم -رحمه الله-: "المخاطرة مخاطرتان، مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل..."[4].

ويرى المؤلف أن التعريف المختار للمخاطر هو: احتمال وقوع الخسارة، وهو ما عبر عنه الإمام ابن القيم بمخاطرة التجارة، لكون الدخول في التجارة والمشاريع الاستثمارية لا يعتمد النجاح فيها على الحظ، بل يكون للإنسان فيها رأي وتدبير.

المعنى الاقتصادي للمخاطرة:

للمخاطرة في المجال الاقتصادي عدة معاني، ومن التعريفات التي وقفت عليها:

1- المخاطرة: هي توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه[5].

---

(1) الزبيدي، تاج العروس، ج11/ ص194.

(2) الكاساني، بدائع الصنائع، ج534/7، ج8/ص 32.

(3) الشافعي، محمد بن إدريس، (ت 204 هـ)، الأم، ط2، بيروت: دار المعرفة، 1393هـ = 1973م، 186/3، 237/4، 30.

(4) ابن القيم، شمس الدين، أبو عبد الله، محمد بن أبي بكر، (ت 751هـ = 1350م)، زاد المعاد في هدي خير العباد، ط: بدون، 2م، تحقيق: عماد البارودي، المكتبة التوفيقية، مصر، (د.ت)، ج5/ ص789.

(5) الهواري، سيد، 1985م، الإدارة المالية ج1، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، مصر: دار الجيل، ص109.

2- المخاطرة: هي احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع[1].

3- المخاطرة: هي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة[2].

4- المخاطرة: حالة عدم التأكد الذي يمكن قياس درجته[3].

5- المخاطرة: احتمالية الخسارة من قبل المستثمر[4].

من خلال التعريفات السابقة يرى المؤلف أن هذه التعريفات متقاربة في معانيها، حيث إن المخاطرة في المجال الاقتصادي تدور حول مركز رئيس وهو الاحتمالية وعدم التأكد من حصول العائد المخطط له.

مما سبق يقف المؤلف على عدة أمور، منها:

أولاً: استخدمت المخاطرة في المفهوم اللغوي والاصطلاح الفقهي للدلالة على الرهان والمراهنة، وكذلك للدلالة على احتمالية وقوع الضرر.

ثانيا: إن المفهوم اللغوي للمخاطرة يلتقي مع المفهوم الاقتصادي في قضية الاضطراب وعدم التأكد، فقد سبق أن بيّن المؤلف أن من معاني المخاطرة اضطراب الحركة والاهتزاز، ونجد هذا الأمر في المفهوم الاقتصادي في كون حصول العائد من العملية التجارية أمراً مضطرباً وغير ثابت فقد يتأتى العائد وقد لا يتأتى.

ثالثاً: إن العلاقة بين المفهوم الفقهي والمفهوم الاقتصادي للمخاطر تلتقي ضمن قضية الاضطراب والاحتمالية فالمخاطر في المفهوم الفقهي تصرف قد يؤدي إلى الضرر، وفعلٌ يكون فيه عدم التأكد غالباً فهذا المبدأ نراه ضمن محور التعريفات الاقتصادية لمفهوم المخاطر وهو عدم التأكد أو احتمالية الفشل من حصول العائد المخطط له. تنطوي أسواق الأوراق المالية على درجة المخاطرة أكثر من الأسواق التقليدية وذلك بسبب التقلبات التي تحدث بها،

(1) آل شبيب، دريد كامل، (2004م)، مبادئ الإدارة العامة، ط1، عمان: دار المناهج، ص36.

(2) طنيب وعبيدات، محمد شفيق ومحمد إبراهيم، (1997م)، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، عمان: دار المستقبل، ص112.

(3) النجفي، حسن، 1977م، القاموس الاقتصادي، ط1، بغداد: مطبعة الإدارة المحلية، ص 278، مادة: Risk.

(4) السامرائي، سعيد عبود، (1980م)، القاموس الاقتصادي الحديث، ط1، بغداد: مطبعة المعارف، ص 244، مادة: Risk.

مـما يـؤدي إلي إلحـاق خـسائر كبـيرة بالمتعـاملين بتلـك الأسـواق، وتنـشأ المخـاطر المـصاحبة للاستثمار نتيجة عدم التأكد من تحقيق العائد المتوقـع، واحـتمال خـسارة بعـض أو كـل رأس المال، وعلى الرغم من تعرض كافة أنواع الأوراق الماليـة المتداولـة بالبورصـة للمخـاطر، إلا أن هناك اختلافاً في نوعيـة تلـك المخـاطر ودرجـة تأثيرهـا عـلى الورقـة الماليـة. وتعتـبر مخـاطر الاستثمار في الأسهم أعلى من مخاطر الاستثمار في الـسندات عـلى اعتبـار أن أصحاب الأسـهم العادية لا يحصلون على أية توزيعات للأرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى، كما أنه عند التصفية فإن أصحاب الأسهم العاديـة لا يحـصلون عـلى شيء إلا بعـد سـداد مـستحقات المديونية كلها، وهو ما يتضح من هرم الاستثمار الذي يبين درجة المخاطر للأنواع المختلفة من الاستثمارات.



الشكل يوضح درجة المخاطر للأنواع المختلفة من الاستثمارات



المصدر: د. عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المستثمرين في بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: د.ن، 2006م)، ص66.

أنواع المخاطر:

يمكن تقسيم المخاطر بسوق الأوراق المالية إلي نوعين رئيسيين هما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة[1].

أولاً: المخاطر المنتظمة أو المخاطر التي لا يمكن تخفيضها بالتنويع:

تتعرض الأوراق المالية سواء الأسهم أو السندات إلي مخاطر تعرف بمخاطر السوق ويطلق عليها كذلك المخاطر المنتظمة، أي احتمال خسارة المستثمر لبعض أو كل رأسماله المستمر بسبب تذبذب حالة السوق عموماً، وتتأثر الأسهم أكثر من السندات بهذا النوع من المخاطر حيث أن أسعار الأسهم أكثر تذبذب من السندات، والمخاطر المنتظمة هي المخاطر التي يمكن إرجاعها إلي عناصر تؤثر على سوق الأوراق المالية بشكل عام وتؤثر سلباً على عوائد وأرباح جميع أنواع الأوراق المالية التي تتداول بالبورصة بدرجات متفاوتة. ويتمثل مصدر المخاطر المنتظمة في الظروف الاقتصادية العامة مثل الكساد أو الظروف السياسية أو التحكم فيها لأن كافة الأوراق المالية بالسوق تتعرض لها على الرغم من اختلاف تأثر الأوراق المالية بها.

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة أو المخاطر التي لا يمكن تخفيضها بالتنويع:

وهي المخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية بعينها وتسببها ظروف خاصة تمر بالشركة مصدرة تلك الورقة المالية، ومن بين عناصر المخاطرة غير المنتظمة إضراب العمال وسوء إدارة الشركة وارتفاع مستوى الديون وانخفاض مستوى التكنولوجيا والارتباط بعميل واحد، أو حدوث ضعف في إيرادات الشركة وصافي نتائج أعمالها أو يحدث بها حادث مفاجئ يسبب خسائر كبيرة أو حوادث اختلاس داخل الشركة أو ارتفاع مستوى الديون، مما يؤدي إلي هبوط أسهم هذه الشركة ومن ثم خسارة الاستثمار[2]. ويمكن تخفيض هذا النوع من المخاطر بتنويع مكونات المحفظة المالية للمستثمر تشمل أوراقاً

(1) المرجع السابق، ص67.

(2) المرجع السابق، ص68.

مالية متنوعة لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى.

ويقصد بالتنويع عملية تقليل المخاطر من خلال توزيع رأس المال المستثمر على عدد كبير من الأصول التي تختلف معدلات العائد عليها، وتختلف أنشطتها، والغرض من ذلك ببساطة هو تجنب تركز الاستثمار في ورقة مالية واحدة أو قطاع واحد مما قد يعرض المستثمر إلي خسائر كبيرة في حالة هبوط أداء هذه الورقة المالية أو هذا القطاع ويمكن القول كذلك أن التنوع على أهداف المستمر ودرجة تقبله للمخاطر فمثلاً تختلف نسبة التنويع التي يقررها مستمر في العشرين من عمره لديه المتسع من الوقت ليشهد نمو ما يملكه من أصول عن تلك تختلف إستراتجيات الاستثمار عند كل منهما.

وهناك عدة أنواع من الخطر تتعرض لها الأوراق المالية تتمثل في:

1/ مخاطر التضخم:

وتعرف أيضاً بمخاطر القوة الشرائية حيث يؤثر التضخم على العائد الناتج من الأوراق المالية، فإذا كان عائد الاستثمار أقل من معدل التضخم فيعين ذلك أن حال المستمر سيفقد قوة شرائية مع مرور الزمن، وبالتالي سيكون العائد المحقق عائداً وهماً، وذلك فإنه من الأهمية لتأكد أن متوسط عائد الاستثمار سيزيد عن معدل التضخم على أقل الأحوال.

2/ مخاطر إعادة الاستثمار:

وتبرز هذه المخاطر إذا استرد المستثمر أمواله المستثمرة ولم تتح له فرصة لإعادة استثمارها على نفس مستوى العوائد التي كانت مستثمرة فيه ومن الأمثلة على ذلك السندات القابلة للاستدعاء إذا تم استدعاؤها لأن أسعار الفائدة في السوق أقل من تلك التي تحملها السندات التي تم استدعاؤها.

3/ مخاطر أسعار الفائدة:

تبرز هذه المخاطر عندما يضطر المستمر لبيع السندات التي يملكها لحاجته إلي النقد الجاهز فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أعلى من أسعار الفائدة التي تحملها السندات فإنه يضطرب لبيع سنداته بأقل من

قيمتها الاسمية إذا كانت أسعار الفائدة في السوق أقل من الفائدة التي تحملها السندات.

4/ المخاطر الاقتصادية:

إذا استثمر أحدهم فإن أسعار هذه الأسهم ستتأثر بمقدار الأرباع التي تسحقها الشركة بمقدار الأرباح التي ستوزعها وبها أن الأرباح تتأثر بالأوضاع الاقتصادية التي تعمل في ظلها الشركة إذن فالمحصلة النهائية هي أن أسعار الأسهم ستتأثر بالأوضاع الاقتصادية وحاصل هذه الأسهم سيتعرض للمخاطر الاقتصادية من خلال تأثر الشركة بالدورات الاقتصادية.

5/ مخاطر السوق:

والمقصود هنا هو السوق المالية فالمستثمر بالأسهم سيتأثر بتحركات سوق الأسهم صعوداً وهبوطاً ولأبسط الأسباب ويمكنها تصنيفها كالآتي[1]:

أ. مخاطر السوق المحلية.

ب. مخاطر السوق العالمية.

ج. مخاطر عدم ثبات العائد أو عدم التأكد منه.

قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

قياس مخاطر الاستثمارات الفردية:

تسعى المصارف إلى أن تجعل العائد على الاستثمار يكون مناسبا مع المخاطر التي يتعرض لها ذلك العائد، وهذا يعني أن المخاطر هي دالة للعائد، وانه لا يمكن تقدير العائد المطلوب على الاستثمار قبل تقدير أو قياس المخاطر التي يتعرض لها.

والسؤال الآن هو كيف يمكن قياس المخاطر ؟

توجد عدة مقاييس لقياس المخاطر، ومن أهم هذه المقاييس ما يأتي:

1-الانحراف المعياري (Standard Deviation)

يقدر هذا المقياس مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي يحسب انحراف العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، وتوضح المعادلة رقم (1) كيفية قياس المخاطر باستخدام هذا المقياس:

---

(1) د. جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، عمان: دار صفاء للنشر، 2001م، ص ص255-256.

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{1=t}^{n}(K_t - K^\wedge)^2}{n}} \quad .... (1)$$

إذ أن:

SD: تمثل الانحراف المعياري

Kt : تمثل معدل العائد السنوي

$K^\wedge$: تمثل الوسط الحسابي للعائد

n: عدد السنوات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد

$\sum$: تمثل علامة مجموع تغطي الفترات من t=1 حتى n

ولبيان كيف يمكن تطبيق هذا المقياس، نورد المثال الأتي:

تتكون المحفظة الاستثمارية لأحد المصارف من نوعين من السندات هما: سندات شركة الأمل، خلال الخمس سنوات المنتهية في عام 2002، قد بلغ (10%، 14%، 15%، 9%، 12%) على التوالي، أما معدل العائد السنوي على سندات شركة النجاح خلال نفس الفترة، فقد بلغ (18%، 14%، 16%، 12%، 20%) على التوالي، وبناءا على تلك المعلومات يمكن إيجاد الانحراف المعياري لعائد كل استثمار وذلك في ثلاث خطوات هي:

لخطوة الأولى: إيجاد مربع انحراف القيم عن وسطها الحسابي، كما في الجدول (9)

جدول رقم (9)

البيانات اللازمة لحساب الانحراف المعياري

سندات شركة النجاح					سندات شركة الأمل			
n	K_t	$(K_t - K^\wedge)$	$(K_t - K^\wedge)^2$		n	K_t	$(K_t - K^\wedge)$	$(K_t - K^\wedge)^2$
1	18	2	4		1	10	2-	4
2	14	-2	4		2	14	2	4
3	16	0	0		3	15	3	9
4	12	-4	16		4	9	3-	9
5	20	4	16		5	12	0	0
5	80	0	40		5	60	0	26

الوسط الحسابي للعائد السنوي لسندات شركة الأمل:

$$K^{\wedge} = \frac{\sum K_t}{n} = \frac{10+14+15+9+12}{5}$$

$$= \frac{60}{5} = 12$$

الوسط الحسابي للعائد السنوي لسندات شركة النجاح:

$$K^{\wedge} = \frac{\sum K_t}{n} = \frac{18+14+16+12+20}{5}$$

$$= \frac{80}{5} = 16$$

- الخطوة الثانية: قسمة مربع انحراف القيم عن وسطها الحسابي على عدد السنوات التي تتوفر فيها بيانات عن العائد.

- الخطوة الثالثة: ايجاد الجذر التربيعي لناتج القسمة.

الانحراف المعياري لسندات شركة الامل يكون كالآتي:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{1=t}^{n} (K_t - K^{\wedge})^2}{n}}$$

$$= \sqrt{\frac{26}{5}} = \sqrt{5.2} = 2.28 = 2.3\%$$

والانحراف المعياري لسندات شركة النجاح يكون كالآتي:

$$SD = \sqrt{\frac{40}{5}} = \sqrt{8} = 2.82 = 2.8\%$$

وطالما أن الانحراف المعياري لسندات شركة الأمل اقل من الانحراف المعياري لسندات شركة النجاح، فان المخاطر المطلقة لسندات الشركة الأولى اقل من المخاطر المطلقة لسندات الشركة الثانية، وهذا يعني ان المصرف يفضل له أن يختار الاستثمار في سندات شركة الأمل على الاستثمار في سندات شركة النجاح.

2-معامل الاختلاف (Coefficient Of Variation)

يعد معامل الاختلاف مقياسا نسبيا للمخاطر، إذ يتم قياس مخاطر الاستثمار على ضوء العائد المتولد عنه، وتوضح المعادلة (1) كيفية احتساب هذا المعامل:

$$CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} \quad .... \textbf{(1)}$$

إذ أن:

CV: تمثل معامل الاختلاف

SD: تمثل الانحراف المعياري

$K^{\wedge}$: تمثل الوسط الحسابي للعائد

تبين المعادلة (1) أن معامل الاختلاف يحسب حجم المخاطر لكل (1%) من متوسط العائد على الاستثمار، أي انه ينسب المخاطر إلى العائد، ويمكن إيجاد معامل الاختلاف لعائد الاستثمارات الموضحة بالجدول (11) وفق الشكل الآتي:

معامل الاختلاف لسندات شركة الأمل يكون الآتي:

$$\mathbf{CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} = \frac{2.3}{12} = 0.19}$$

معامل الاختلاف لسندات شركة النجاح يكون الآتي:

$$\mathbf{CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} = \frac{2.8}{16} = 0.17}$$

تشير النتائج إلى أن استخدام مقياس معامل الاختلاف، قد أعطى نتائج مختلفة اذ يبين هذا المقياس أن عائد سندات شركة الأمل، يتعرض لمخاطر اكبر من المخاطر التي يتعرض لها عائد سندات شركة النجاح، فمعامل الاختلاف لسندات شركة الأمل (0.19%) بينما معامل الاختلاف لسندات شركة النجاح (17%).

3-قياس مخاطر المحفظة Risk Measurs Of Portfolio

تشير مخاطر محفظة الأوراق المالية، مدى تقلب العائد المتحقق عن مجموع الاستثمارات التي تتكون منها تلك المحفظة، ويمكن قياس مخاطر المحفظة التي تتكون من استثمارين فقط.

$$S = \sqrt{P_1^2\ K_1^2 + P_2^2\ K_2^2 + 2\ P_1 P_2 K_1 K_2 r_{12}} \quad .... \textbf{(1)}$$

إذ أن:

S: تمثل الانحراف المعياري

Kt: تمثل الوزن النسبي للاستثمار الفردي

Pt: تمثل معدل العائد على الاستثمار الفردي

r12 : تمثل معامل الارتباط بين الاستثمار رقم (1) والاستثمار رقم (2)

وكما هو واضح من المعادلة (10) فان المخاطر التي يتعرض لها عائـد المحفظـة تتوقـف على مخاطر الاستثمارات الفردية، وأوزان تلك الاستثمارات وهو ما يعكسه الجزء الأول والثاني من المعادلة (1)، كما تتوقف أيضا على درجة الارتباط بـين عائـد تلـك الاسـتثمارات وهـو مـا يعكسه الجزء الثالث منها.

بمعنى يتطلب حساب الانحـراف المعيـاري لعائـد محفظـة المـصرف (أي المخـاطر التـي تنطوي عليها المحفظة) معرفة كل من الانحراف المعياري لعائد الاستثمارات الفردية، وزن كل استثمار داخل المحفظة ومعامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، وقد تم بيان كيف يمكـن حساب كل من وزن الاستثمار والانحراف المعياري وما تبقى هو توضيح كيفية إيجاد معامـل الارتباط بين الاستثمارات المكونة للمحفظة.

على افتراض ان محفظة المصرف تتكون من استثمارين فقط، فانه يمكن حـساب معامـل الارتباط بين عائد هذين الاستثمارين وذلك باستخدام المعادلة (2).

$$r=\frac{\sum X_i y_i - \frac{(\sum X_i)(\sum y_i)}{n}}{\sqrt{(\sum X_i^2-\frac{(\sum X_i)^2}{n})(\sum y_i^2-\frac{(\sum y_i)^2}{n})}} \quad \text{.........} \ (2)$$

إذ أن:

r: معامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات

X: معدل العائد لأحد الاستثمارين

y: معدل العائد للاستثمار الآخر

n: عدد السنوات التي يتوفر فيها بيانات عن عائد الاستثمارات المذكورة

فإذا تم الافتراض أن (X) تمثـل معـدل العائـد عـلى سـندات شركـة الأمـل التي تظهـر في الجـدول الآتي، و (y) تمثـل معـدل العائـد عـلى سـندات شركـة

النجاح، التي تظهر في نفس الجدول، فانه يمكن إعداد جدول (13) لحساب المتغيرات التي تتكون منها المعادلة (2) وعلى ضوء بيانات ذلك الجدول يمكن حساب معامل الارتباط بين عائد هذين النوعين من السندات، وذلك على النحو التالي:

جدول (10)

لمتغيرات اللازمة لحساب معامل الارتباط

السنة	X %	Y %	X2	Y2	Yx
1998	10	18	100	324	180
1999	14	14	196	196	196
2000	15	16	225	256	1840
2001	9	12	81	144	108
2002	12	20	144	400	240
المجموع	60	80	746	1320	2564

$$r = \frac{2564 - \frac{(60)(80)}{5}}{\sqrt{(746 - \frac{(60)^2}{5})(1320 - \frac{(80)^2}{5})}}$$

$$r = \frac{2564 - \frac{4800}{5}}{\sqrt{(746 - \frac{3600}{5})(1320 - \frac{6400}{5})}}$$

$$r = \frac{2564 - 960}{\sqrt{(746 - 720)(1320 - 1280)}}$$

$$r = \frac{1064}{\sqrt{(26)(40)}} = \frac{1064}{\sqrt{1040}}$$

$$r = \frac{1064}{32.24} = 49.75 = 50\%$$

من خلال النتيجة الأخيرة يتبين أن معامل الارتباط بين عائد سندات الشركة الأمـل وبـين عائد سندات شركة النجاح يبلغ (49.75) وهو ارتباط موجب و لكنـه غـير قـوي وعنـد تـوفر هذا المعامل وكذلك الانحراف المعيـاري والـوزن النـسبي لكـل مـن الاسـتثمارين، فانـه يمكـن حساب الانحراف المعياري لعائد تلك المحفظة، وبالنسبة للانحراف المعياري، فقد تم حـسابه سابقا وبلغ مقداره (0.19) بالنسبة لسندات شركة الأمـل، و (0.17) بالنـسبة لـسندات شركـة النجاح، أما بالنسبة للوزن النسبي لكلا الاسـتثمارين، فـسوف نفـترض ان الاسـتثمار الكـلي في المحفظة يساوي (320) ألف دينار, منها (90) ألف دينار مستثمرة في سندات شركة الأمـل, و (130) ألف دينار مستثمرة في سندات شركة النجاح وهذا يعنـي أن الـوزن النـسبي لـسندات شركة الأمل يساوي (0.28 = 90/320), أمـا الـوزن النـسبي لـسندات شركـة النجـاح فيـساوي (0.4= 130/320) وبتوافر تلـك المعلومـات يمكـن حـساب المخـاطر التـي يتعـرض لهـا عائـد المحفظة التي تتكون من هذين الاستثماريين وكما يأتي:

$$S = \sqrt{P_1^2 K_1^2 + P_2^2 K_2^2 + 2P_1P_2K_1K_2r_{12}} \qquad .....(1)$$

$$S = \sqrt{(0.28)^2(0.19)^2 + (0.41)^2(0.17)^2 + 2(0.28)(0.41)(0.19)(0.17)(0.50)}$$

$$S = \sqrt{(0.078)(0.036) + (0.168)(0.028) + 0.004}$$

$$S = \sqrt{0.002 + 0.004 + 0.004}$$

$$S = \sqrt{0.01} = 0.1$$

ويتـــضح مـــن النتيجـــة الأخـــيرة أن الانحـــراف المعيـــاري لعائـــد المحفظـــة (المخاطر التي تتعرض لها المحفظة) التـي تتكـون مـن الاسـتثمارات المـشار إلـيهما يقـل عـن الانحـراف المعيـاري لأي مـن هـذين الاسـتثماريين مـما يمكـن معـه الادعـاء بـان تـشكيلة الاستثمارات التي تتكـون منهـا المحفظـة يحتمـل أن تـسهم في الـسيطرة عـلى المخـاطر التـي تتعرض لها الاستثمارات الفردية المكونة لها.

مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

عادة لا يحبذ المستثمرون المجازفة و التعرض للمخاطر وعلى هذا الأساس فهم دائما يبحثون عن الاستثمارات التي تحقق لهم أعلى الفوائد بأقل قدر ممكن من المخاطر, وعلى الرغم من أن الغالبية العظمى من المستثمرين تقع ضمن هذه الفئة, ألا أن البعض منهم يجازف بالمخاطر ليضاعف عوائده, وكون المستثمرين يهابون المخاطر لا يعني أنهم لا يتعاملون في الأسهم إلا إذا كانت خالية من المخاطر, وبالرغم من أنهم يفضلون الأسهم الأقل خطورة عند تساوي العوامل الأخرى كالأرباح مثلا ألا أنهم قد يتعاملون في آسهم أكثرة خطورة إذا كانت عوائدها اكبر بدرجة تعوضهم عن قلقهم بسبب تلك المخاطر.

أولا – أنواع المخاطر:

بدأ مفهوم المخاطر يستحوذ على اهتمام المستثمرين في الآونة الأخيرة وذلك على اثر تطوير إدارة محفظة الاستثمار وقد قسم خبراء الاستثمار المخاطر إلى نوعين, مخاطر نظامية وأخرى غير نظامية.

(1) المخاطر النظامية: Systematic Risk

هي التي تؤثر على عائد وأرباح جميع أنواع الأسهم التي تتداول في البورصة وعادة تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها مثل حدوث حرب أو حوادث طبيعية... الخ, و يجب على المستثمر أن يعرف مسبقا مدى تأثر الأسهم التي يمتلكها بهذا النوع من المخاطر والتي تتأثر بها جميع الأسهم بدرجات متفاوتة.

2) المخاطر غير النظامية: Unsystematic Risk

وهي التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية من إجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم في السوق و هذا النوع من المخاطر ينتج عن أحداث معينة قد يؤثر على عوائد سهم محدد ويستطيع المستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنويع استثماراته و بالإضافة إلى ما سبق فان المستثمر يواجه أنواعا أخرى من المخاطر أهمها ما يأتي:

* مخاطر السوق Market Risk

تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث الجارية مثل المخـاطر النظاميـة, أي أن أسـعار الأسـهم في السوق تتأثر بتوقعات ألمستثمرين للمستقبل وعلى هذا يجب على المستثمر أن يدرس بعمق أسعار السهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر الذي يتعرض له في أسوأ الحالات, ويمكنه حماية استثماراته من مخاطر السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته المتخذة في الاستثمار, فـلا يشتري والسوق في أوج تحركه وازدهاره بل يحاول أن يشتري والسوق يشهد بعـض الركـود في الأسعار, إذ أن ذلك من شأنه أعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الأسعار للارتفاع.

* مخاطر العمل Business Risk

يقصد بمخاطر العمل عدم قدرة المنشأة على المنافسة في السوق ونمو واستقرار أرباحهـا في المستقبل, اذ أن انخفاض قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح يؤدي إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق وعلى هذا يجب على المـستثمر أن يكـون دقيقـاً في اختيـار الأسـهم التـي يـشتريها ويتأكد أنها أسهم من منشأة تتمتع بمقدار من النمو وتنتمـي إلى صـناعة أو قطـاع اقتـصادي متطور بالإضافة إلى التأكد من أن لمنتجات هذه المنشأة سوقا واسعة.

* مخاطر أسعار الفوائد Interest Risk

توجد علاقة مباشرة بين أسعار الأسـهم وأسـعار الفوائـد الـسائدة فـالودائع في المـصارف مثلا, هي من الوسائل البديلة للاستثمار في الأسهم, فإذا ما ارتفعت الفوائد فان أسعار الأسهم تميل إلى انخفاض, لأن العديد من المستثمرين سـيجدون انـه مـن الأفـضل إيـداع أمـوالهم في المصارف بفوائد عالية بدلا من تحمل الاستثمار في الأسهم.

* مخاطر التضخم Inflation Risk

كما هو معلوم يؤدي التضخم الى تخفيض القوة الشرائية للنقود, فالأموال التي تـستثمر اليـوم لها قوة شرائية اكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات, وقـد أصـبح التـضخم سـمة العـصر, وبالتـالي يجب على المستثمر أن يختار الاسـتثمارات التـي تحميـه مـن مخـاطر التـضخم, فالاسـتثمارات ذات

الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم, وبالتالي فأن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات, وعلى العموم يمكن للمستثمر أن يتفادى أضرار التضخم بأن ينوع استثماراته و يتفادى الاستثمارات طويلة الأجل إلا أن ذلك يتطلب دراسة كبيرة لمختلف المجالات الاستثمارية كالعقارات والأشياء النادرة.

* مخاطر الإدارة Management Risk

إن التدني الأخلاقي و حتى تدني الكفاءة عند فريق الإدارة قد يؤدي إلى تذبذب مكاسب المساهمين لذا يصبح من الضرورة تقييم فريق الإدارة ومع أن هذا التقييم يبدو صعبا ولكن ربما يؤديه بعض المستشارين بالرغم من صعوبته و ذلك إن عائد الاستثمار حساس جداً لسلوك الإدارة وينشأ عن عدم كفاءة الإدارة ما يسمى بمخاطر الإدارة التي تنعكس سلبيا على أسعار الأوراق المالية الصادرة من الشركة ذات الإدارة السيئة.

* مخاطر نوع النشاط الاقتصادي الذي يستثمر به المصرف

Risk of Economic Activity Kind in which the Bank Invest

وقد تكون المخاطر غير مرتبطة بالنشاط الاقتصادي ككل بل مرتبطة بنشاط اقتصادي معين , فقد يكون نتيجة منافسة جديدة أو نتيجة تغير أذواق المستهلكين أو نقص في الموارد المستخدمة في إنتاج السلعة أو ارتفاع أسعار المواد الأولية فالصناعات التكنولوجية مثلا صناعات تتعرض لتقادم سريع, حيث تتولى الاكتشافات من الداخل والخارج, وصناعة الاسمنت تتعرض مثلا لمخاطر قوانين تلوث البيئة و قد تكون مخاطر الصناعة مؤقتة أو دائمة.

* مخاطر قانونية و سياسية Legal and Political Risks

تتعرض الاستثمارات لمخاطر نتيجة لتدخل الدولة بسن القوانين سواء في تسعير المواد الخام المباعة في السوق أو السماح باستيراد السلع من الخارج, أو تحديد الحدود الدنيا للأجور أو تحديد الأسعار القصوى لبيع المنتجات أو وضع شروط معينة للتمويل الخارجي, أو التأميم أو المصادرة, وهذا التدخل قد يكون جزء من إصلاح اجتماعي أو قانوني أو حتى سياسي نتيجة تغيير في فلسفة الدولة وهذه السياسات قد تكون مضايقات فقط وقد تكون مدمرة وقد تكون خسارة رغم التعويض في حالة التأميم.

الفصل الثاني عشر

تشكيل المحافظ الاستثمارية

ماهية محفظة الأوراق المالية:

إن تبويب الاستثمار من زاوية التعددية يشمل استثمار فردي، واستثمار متعدد يسمى المحفظة، وكلمة محفظة تشير إلى " وجود أكثر من استثمار، ولذلك يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية أو الاستثمارات هي تلك التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية[(1)] فعملية تكوين محفظة استثمارية يتطلب عملية اختيار الأصول داخل المحفظة بطريقة منهجية تأخذ في الاعتبار المخاطر والعائد على الاستثمار بالنسبة لهذه الأصول من أجل تحقيق المقايضة Trade off الأكثر كفاءة بينهما[(2)]، فتبلغ نسبة محفظة الأوراق المالية والأذون أي الودائع لدى البنوك في نهاية يوليو-سبتمبر سنة 1998 نسبة 30.1%[(3)] مما يعبر عن ازدياد اهتمام البنوك بتكوين محفظة بهدف تعظيم ربحيتها في ظل تقليل المخاطر التي تتعرض لها البنوك في المستقبل، فالمحفظة عبارة عن " سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة، يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن[(4)].

مكونات الأوراق المالية في البنوك والمؤسسات المشابهة[(5)]:

تتكون محفظة الأوراق المالية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، وتتفاوت هذه الأوراق من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق وعملية الإصدار، ودرجة المخاطر- فالآلية التي تحكم الاستثمارات الخاصة بمحفظة الأوراق المالية هي الموازنة بين الربحية والسيولة".

---

(1) د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999م، ص 159.

(2) د. محمود صبح، الحرية المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، الطبعة الأولى، 1999م، ص82.

(3) البنك المركزي المصري، المحلية الاقتصادية، المجلد التاسع والثلاثين، العدد الأول، 1999/98م، ص3.

(4) د. محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإداراتها، القاهرة، بدون ناشر، 1997م، ص2.

(5) د. عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، 2002م، ص 151.

ويرى البعض[1] أن محفظة الأوراق المالية في البنوك تختلف في آجالها، بغرض تحقيق هدف مزدوج هو تكوين خط دفاعي وقائي لاحتياطات السيولة النقدية بجانب تحقيق عائد مناسب لعملية الاستثمار. ويمكن تصنيف تلك الاستثمارات إلى المجموعات التالية:

- أورق مالية حكومية.
- أورق مالية مضمونة من الحكومة.
- أورق مالية غير حكومية.
- الاستثمارات المباشرة.
- صناديق الاستثمار.

وهناك من قال[2] أنّ محفظة الأوراق المالية تتكون من أوراق مالية مقيدة في البورصة وأوراق مالية أخرى غير مقيدة في البورصة وتتصف تلك الأوراق بالجمود لعدم تداولها في سوق الأوراق المالية، فالهدف منها إيجاد علاقات وروابط دائمة بين البنك والشركات التي يسهم فيها دون التخلص من تلك الأوراق أو الاتجار فيها.

الاستثمار وأداة المحافظ الاستثمارية:

مفهوم الاستثمار وإستراتجيته:

يعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الاستهلاك، ويعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الاستثمار الخطوة الأولى عند اتخاذ قرار استثماري وهناك إستراتيجيتان هما:

أ- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من استثمار مرتفع المخاطر.

ب-إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

---

(1) د. أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار في البنوك التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 2001م، ص ص 216-220.

(2) د. عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق.

وهناك عاملين أساسيين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

أ-التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب-التنويع: فإستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعاً من المحفظة الحذرة.

2.1. مفهوم المحفظة الاستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لأداة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكاً لها أو مأجورًا فقط.

وتتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

-المحافظ ذات الأصول المالية.

-المحفظة ذات الأصول الحقيقية.

-المحافظ ذات الأصول المختلطة، وهو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

3.1. أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية:

إنّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

السياسة العمومية:

وهي سياسة يفّضل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، وغالباً ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموّها لجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجح لازدهار اقتصادي محتمل.

السياسة الدفاعية:

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل والتي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات... الخ.

السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، ويراعي فيها تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطر. ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية منوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى؟

أنواع صناديق الاستثمار:

إنّ الهدف الرئيسي من صناديق الاستثمار هو زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق، فإن الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف تختلف باختلاف طبيعة كل صندوق. حيث يوجد العديد من الأسس لتصنيف صناديق الاستثمار، منها ما يلي:

أولاً: على أساس الهيكل التمويلي:

صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: Closed end funds

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته. وتطرح هذه الصناديق للاكتتاب فيها إذا تبين لخبراء الاستثمار أن هنالك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال ما. ولهذه الصناديق المغلقة عادةً هدف محدد ومدة محددة، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لايجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها ،كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشرائها منهم، والحل الوحيد للتخلص منها هو بيعها في السوق[1].

صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: Opened-end funds

هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها. وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد، كما يمكنه بيعها متى ما أراد بعد إخطار قصير المدة، حيث أن إدارة هذه الصناديق تكون على

---

(1) جمال ناجي، إدارة المحافظ للأوراق المالية، 1998م.

استعداد إعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد المستثمرين في التخلص منها جزئياً أو كلياً[1]. وتتعدد صناديق الاستثمار، سواء كانت مغلقة أو مفتوحة، وذلك بحسب الأغراض التي تؤديها، والأهداف التي ترمي إليها ودرجات الأمان التي ترغب فيها، وعليه فإن تلك الصناديق تقسم أيضاً حسب الغرض من الاستثمار وذلك كما يلي:

ثانياً: على أساس الغرض من الاستثمار:

صناديق النمو: Growth funds

هي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق، عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

صناديق الدخل: Income funds

هي تلك الصناديق التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر، وعادة ما يعتمد المستثمرون في هذه الصناديق على العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم، ولذلك عادة ما يشمل تشكيل هذه الصناديق أسهما وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم بالتوزيع للأرباح المتولدة.

صناديق الدخل - والنمو: Income funds -Growth

هي تلك الصناديق التي تجمع بين أهداف النوعين السابقين، والتي تسمى أحياناً بالصناديق المتوازنة.

ثالثاً- على أساس عنصر الأمان:

صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون:

Capital Guaranteed funds

هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة على رأس ماله، أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما وقعت، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد المحقق رقماً معيناً[2].

---

(1) الخضيري محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999م.

(2) مطر محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1999م.

صناديق الاستثمار غير المضمونة: Unguaranteed Funds

هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطر بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فقط، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه.

كما توجد أنواع من الصناديق الاستثمارية تكون ذات طبيعة معينة مثل:

صناديق الاستثمار في سوق النقد: Money Market Funds

هي تلك الصناديق التي تكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية. والغرض هنا هو تقليل إمكانية حدوث خسائر رأسمالية إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة[1].

صناديق الاستثمار المتخصصة: Special Funds

هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا. وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة.

صناديق الاستثمار التي لا تتعامل بالفائدة:

وهي تلك الصناديق التي تستثمر أموالها في أوراق غير ربوية وتركز على الأسهم والعقارات والتأجير والبيع الآجل والمشاريع التجارية والمشروعات السياحية والمعادن النفيسة... الخ. بشرط أن لا تكون منافية للشريعة الإسلامية، وتتراوح معدلات خطورة الاستثمار لهذه الصناديق من منخفضة إلى متوسطة.

مزايا صناديق الاستثمار:

ترجع أهمية صناديق الاستثمار في المزايا التي يمكن أن تحققها هذه الصناديق، مثل الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، وتقليل المخاطر وتوفير المرونة وتزويد المستثمر بخدمات متنوعة.

---

(1) هندي إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدّخرين، منشأة المعارف، مصر 1999م.

توفر الخبرة الفنية اللازمة:

إنّ الاستثمار في صناديق الاستثمار يوفر للمستثمر الصغير (الفردي) فرصة الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة الموجودة بإدارة هذه الصناديق. فهذه الصناديق الاستثمارية عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين وباحثين متميزين بما يمكنها من إدارة هذه الصناديق بكفاءة عالية. كما أن عمليات اتخاذ القرار الاستثماري والاحتفاظ بسجلات للمعاملات الضريبية ومراقبة حركة الأسعار في السوق واختيار التوقيت المناسب، أمور تلقى على عاتق المستثمر مسؤوليات يمكن أن يلقي بها على إدارة متخصصة تتولى عنه كل هذه الأمور[1].

2- تقليل المخاطر الاستثمارية:

مزايا صناديق الاستثمار هو قدرتها على تنويع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق، بطريقة تسهم في تقليل المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم. كما يمكن التقليل من المخاطر (بأموال المستثمرين) من خلال التدقيق في تقارير العمليات التي يمولها الصندوق قبل تأسيسه، كما أنه في بعض الصناديق يتم الاحتفاظ بمخصص لمخاطر الاستثمار الطارئة التي تؤثر على الأرباح.

فضلاً على أنّ المشتري لأسهم صناديق الاستثمار يمكنه المساهمة في رأس مال عدد كبير من الشركات يعجز عن المشاركة فيها بشكل منفرد إذا كان رأسماله صغيراً. وكذلك المشاركة في مشروعات كبيرة بمساهمات صغيرة، إضافة إلى إمكانية الاستثمار في مشروعات طويلة الأجل (ذات الأرباح المرتفعة) في فترات زمنية قصيرة.

3- المرونة والملائمة (ارتفاع معدل السيولة):

يحصل المساهم في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة على ميزتي المرونة والملائمة، حيث يحق له التحول من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة. وكذلك حقه في استرداد قيمة أسهمه إذا ما أراد التخلص منها كلياً أو

(1) هندي إبراهيم، الفكر الحديث في محال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر1996م.

جزئياً. كما يمكنه أيضاً إبقاء رأس ماله وسحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلـك العائـد إذا أراد.

4- سرعة استثمار رأس المال:

إنّ قيام إدارة صناديق الاستثمار بدراسـة الفـرص الاسـتثمارية المربحـة في الأسـواق قبـل الاكتتاب يؤدي إلى كفاءة تشغيلية بسبب انتظار الفرص الاستثمارية المناسبة. وفي هـذا عـلاج لمشكلة فائض السيولة (تأخر استثمار الودائع) مما يسبب في انخفاض أرباحها.

السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية بـاختلاف سياسـة الـصندوق وطبيعـة أغراضـه وأهدافـه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية:

السياسة المتحفظة أو الدفاعية: Defensive policy

هـي التـي يكـون فيهـا المـستثمر متحفظـاً تجـاه المخـاطر ويؤكـد عـلى عـاملي الأمـان والاستقرار، وعليه فغالباً ما تـستثمر الأمـوال في سـندات طويلـة الأجـل وأسـهم ممتـازة مـما يضمن دخلاً ثابتاً ومستقراً لفترة طويلة.

السياسة الهجومية: Aggressive policy

هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حـدوث تقلبـات في أسـعار الأوراق المالية، حيث تكون الغلبة للأسهم العادية في تـشكيلة المحفظـة، حيـث يـتم شراؤهـا بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة مـن الـزمن حتـى ترتفـع الأسـعار ليـتم بيعهـا حينـذاك وجني أرباح رأس مالية، وعادة ما يكون عنصر المخاطر في هذا المجال كبير.

السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية):

Aggressive- Defensive Policy

هي تلك السياسة التي يراعى فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفـس الوقـت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار. وعادة ما تتكـون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكـذلك مـن الـسندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.

دور المصارف في تكوين وتأسيس صناديق الاستثمار:

يمكن للمصارف التجارية أن تبادر إلى تأسيس أو المساهمة في تأسيس صناديق للاستثمار المشترك، والتي تعتبر أدوات استثمارية توفر للمستثمرين، أفراداً ومؤسسات، ممن لا يملكون الخبرة والقدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، الفرصة للدخول والمشاركة في الأسواق النقدية والمالية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، وذلك بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية.

في الوقت الحاضر معظم المصارف التجارية لا تمتلك الخبرة الكافية لمنافسة المؤسسات المالية العالمية في حقل إدارة صناديق الاستثمار في السوق المالي المتوقع أو حتى في الأسواق المالية العالمية. ولمواجهة هذا النقص وكبداية في هذا المجال الاستثماري الحيوي، قد يكون من الأجدى أن تتعاون هذه المصارف مع المصارف والمؤسسات المالية العربية والعالمية لتوفير صناديق الاستثمار للعملاء والمستثمرين المحليين، ويتم التنسيق وتقاسم العمل بين المصرف المحلي والأجنبي، وذلك بإشراف المصرف المحلي على تسويق نشاطات صناديق الاستثمار، في حين يتولى الشريك الأجنبي عملية إدارة أموال هذه الصناديق في الأسواق العالمية، وهذا يعزز الدور الاستثماري ويساهم في تعميق الثقة والتطور في إنشاء السوق[1].

الدور المتوقع لصناديق الاستثمار:

بالنسبة للاقتصاد الوطني:

من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاقتصادية، وكذلك تدعيم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فائض المدخرات. بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

كما تساهم صناديق الاستثمار أيضا في تنشيط السوق المالية عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب توفير

(1) هندي إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدّخرين، منشأة المعارف، مصر 1999م.

الاستقرار الاقتصادي والذي بدوره يوفر مناخ الثقة، وكذلك توفر التشريع القانوني اللازم لتمهيد الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية.

بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل والخارج، وفي دعم الثقة في سوق رأس المال. ويتجه الاهتمام بشكل خاص في صناديق الاستثمار إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بتوفير عنصر الأمان للمستثمر وذلك عن طريق ما يقدمه من معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات بالسوق، ويقوم الصندوق بمسؤولية الاستثمار وإدارة الصندوق، ويمكن تلخيص أوجه الاستفادة فيما يلي[1]:

1. انخفاض مستوى المخاطر، حيث أن المستثمر يملك حصة في محفظة مملوكة لعدد من المساهمين.
2. الاستفادة من مهارات إدارة الصندوق وخبراتهم في الاستثمار.
3. المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين، وذلك بإتاحة الفرصة للمستثمر بتحويل استثماراته من صندوق لآخر، وخصوصاً في حالة أن الجهة المنشئة للصندوق تملك عدة صناديق، وهذا ينطبق ومبدأ التنويع.

بالنسبة للجهاز المصرفي:

يمكن استخدام صناديق الاستثمار كأوعية استثمارية، يمكن للمصارف من خلالها أن توظف فائض السيولة المتاح لديها، وبهذا فهي تتيح توجيه الموارد النقدية للاستثمار المباشر في المشروعات الإنتاجية، مع تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل درجة من درجات المخاطرة. كما أنها تعتبر بالنسبة للجهاز المصرفي موارد مالية خارج الميزانية.

د- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية:

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين. كما

---

(1) الخضيري محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر 1999م.

يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق. كما سبق وأن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.

بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

1- مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى ومواصفاتها:

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطر مقبول، وبالتالي نستطيع القول أنّ المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:[1]

أ-تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان.

ب-تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي.

ج-أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

وانطلاقاً من كون العائد والمخاطر معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

2- مفهوم العائد والمخاطر:

-العائد على الاستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

-أمّا مستوى المخاطر المقبول فيقصد به الانحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقاً لمدى تقلبهم لمخاطر الاستثمار إلى فئتين:

-فئة المستثمرين الراشدين: وتبدي تحفظاً تجاه المخاطر.

---

(1)مرجع سبق ذكره، ص 95.

-فئة المستثمرين المضاربين: وتبدي توجهاً نحو المخاطر.

3- الطرق المعتمدة لتحديد العائد: وتنحصر هذه الطرق في:

أ-طريقة الرسم البياني:

وهي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هـذه النقـاط، ولكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطر.

ب-طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد عـلى المحفظـة كـان في زيـادة مـستمرة، وتعتمد على حساب الزيـادة الحاصـلة في العائـدين بـين فـترة وأخـرى بنـاءاً عـلى المعـادلات التالية[1]:

$$\text{- مقدار النمو الوسطي} = \frac{\text{أكبر عائد(خلال الفترة)} - \text{أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}}$$

$$\text{معدل النمو الوسطي} = \frac{\text{مقدار النمو الوسطي} / (\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد}) \times 100}{2}$$

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للـسنوات المقبلـة، لكـن هـذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أنّ العائد في زيادة مستمرة.

ج-طريقة المتوسط الحسابي:

وتعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات الـسابقة وقـسمة هـذه المجمـوع عـلى عدد الفترات، و اعتبار الحاصل متوسط عائـد هـذه المحفظـة، وفي حالـة عـدم التأكـد يجـب تحديد درجة المخاطر بحساب التشتت والانحراف المعياري.

د-طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:

وتعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هـذا الاسـتثمار وذلك بالقيمة الحالية، وهو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية van.

---

(1) جمال ناجي، 1988م، ص 75 .

$$VAN = \sum \left(\frac{Rt - Dt}{1-K)^t)} + \frac{St}{(1-K)^t} - D_0 \right)$$

حيث:

Rt: الإيرادات K: معدل الفائدة Dt: المصاريف

D0: كلفة الاستثمار عند الشراء St: قيمة الاستثمار في نهاية الفترة

ولكن الحصول على van موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي مؤشر الربحية=

[van / كلفة الاستثمار] × 100

ومقارنته بحجم المخاطر المتوقعة على هذا الاستثمار.

هـ-طريقة معدل المردود الداخلي:

ويقصد به معدل الخصم الذي يجعل من VAN مساوية للصفر، وطبقاً لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. وإذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، ونفترض هذه الطريقة أنّ الأصول سوف يعاد استثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.

وبعد تحديد نسبة المخاطر وقيمة العائد للمحفظة، ويتم اختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

4- مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

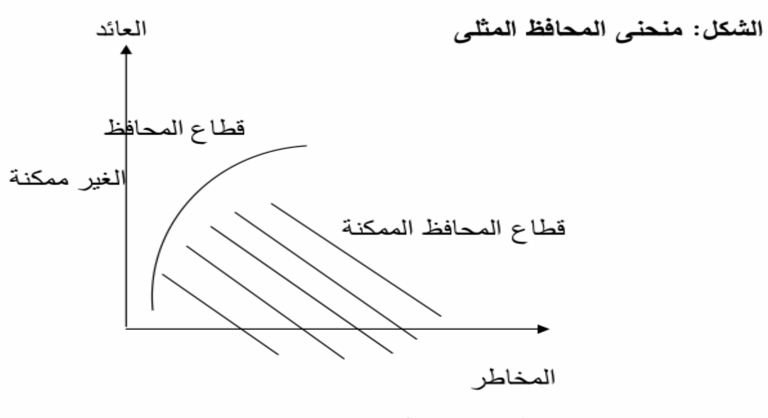
وتتلخص في:

1- اختيار المحفظة ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي العائد.

2- اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطر.

3- اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.

ولبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحنى المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر.



الشكل: منحنى المحافظ المثلى

المصدر: مطر محمد، 1999م، ص 96.

من الشكل1-1، ومن الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطر، ولكن عملياً هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختار المستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.

ولتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطر.

اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

خصائص منحنيات السواء:

أ-اتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطر والعائد.

ب-مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقاً للمنحنى (1)، فإنه سيضطر للتنازل والبحث عنها في المنحنى (2).

ت-أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث-المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، وبلغة الاقتصاديين المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

فرضيات منحنيات السواء:

فرض عدم التشبع:

ويقصد به أنّ المستثمر يفضل دائماً الاستثمار الـذي يحقـق أقـصى عائـد ممكـن، وعنـد المفاضلة بين استثمارين نختار الاستثمار ذو العائد الأكبر.

فرض كراهية المخاطر:

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضـلة بـين اسـتثمارين متـساويين مـن حيـث العائـد فسوف يختار أقلّهما مخاطر.(1)

3- مفهوم الحدّ الكفء:

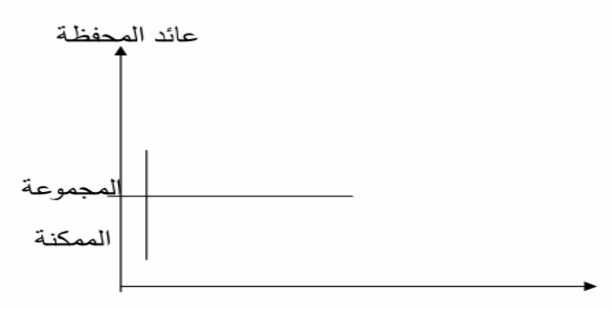
في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفأة شرطين:

اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلـق عـلى الاستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفأة " من الاستثمارات وذلك من بين المجموعات الممكنة.



الشكل 1 – المجموعة الكفأة



مخاطر المحفظة المصدر: هندي منير إبراهيم -1996م- ص 31.

ج-تحقق أكبر عائد لنفس المستوى مـن المخـاطر، ولا توجـد توليفـة تحقـق أكـبر عائـد لنفس المستوى من المخاطر عـدا «ج ، كـما لا توجـد توليفـة لهـا هـذا المـستوى المتـدني مـن المخاطر وتحقق نفس عائد ج

---

(1) هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 308،

هـ-نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين "ج" و "هـ" تحقق الشرط الأول " أ "

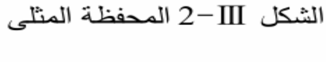
لكن «ب": لا تحقق هذا الشرط لأن "ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

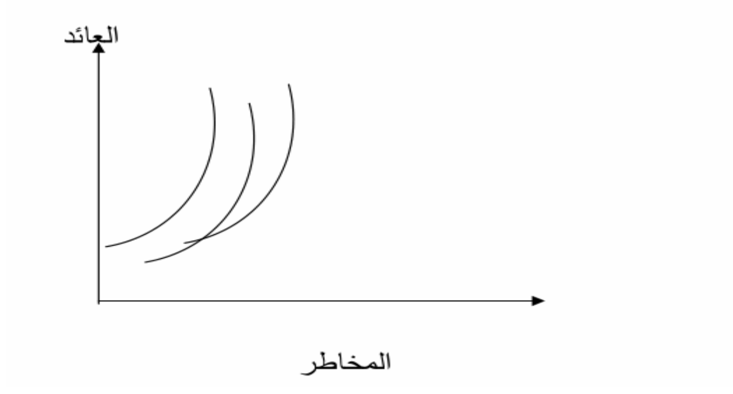
د: تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر. إذاً أيّ محفظة تقع بـين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني.

"هـ" لا تحقق هذا الشرط لأن "هـ" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر.

إذاً بما أنّ النظرية تقتضي توافر الشرطين معاً، حيث استبعدت "ب" في ظلّ الشرط الأول، و"هـ" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفأة هي التي تقع بين النقطتين "د" و"ج" .

III-4-اختيار المحفظة المثلى:


الشكل III-2 المحفظة المثلى



المصدر: مرجع سبق ذكره، ص 319

وتتحدد بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر.

IV - مبدأ التنويع للتخفيض مستوى المخاطر:

IV-1- مزايا تنويع المحفظة بالأصول غير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهمين 1و2، التوزيع الاحتمالي للعائد في كلّ منها كما يلي:

الاحتمال B	العائد من السهم (F)1	العائد من السهم 2
0.5	**0.20**	**0.20**
0.5	**0.10**	**0.10**

نحسب العائد المربح للسهم أ حسب العلاقة:

$$F^*_1 = \Sigma_{p=1} B_p \, x \, F_p$$

$$F^*_1 = (0.5 \text{ x } 0.2) + (0.5 \text{ x } 0.1) = 0.1+0.5 = 0.15$$

نحسب المخاطر المربحة للسهم أ حسب العلاقة:

$$R_p^* = \Sigma_{p=1} B_p(F_p - F^*)^2$$

$$R^*_p = 0.5(0.2-0.15)^2+0.5(0.1-0.15)^2 = \sqrt{0.0025} = 0.15$$

وبنفس الطريقة $F^*_2 = 0.15$ $R^*_2 = 0.05$:

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F^*_p = \Sigma_{p=1} K_p . F^*_p$$

حيث Kp: الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0.5 \text{ x} 0.15)+(0.5\text{x}0.15)=0.15$$

0.5 تعني 50% لأن المحفظة تتكون من السهمين 1و2 بالتساوي، أما المخاطر المربحة للمحفظة بافتراض معامل الارتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1 R_1)^2 + \underbrace{(k_2 R_2)^2 + (K_1)^2 \text{ x } (cov)(1,2) + (k_2)^2 \text{ x } (cov)(1,2)}_{= 0 \text{ لأن معامل الإرتباط معدوم}}}$$

$$R^* = \sqrt{(0.5 \text{ x } 0.05)^2 + (0.5 \text{ x } 0.05)^2} = 0.035 < 0.05$$

قلت نسبة المخاطر ب 15%.

3- عوامل نـجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية:

1- تنوع المخاطر الاستثمارية:

وتصنف المخاطر إلى:

-مخاطر سوقية: وهي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالانتظام ويمكن توقعها وبالتالي تجنبها.

-مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، وسياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

2- عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر وهذا طبقاً لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة واحتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

3- معامل الارتباط بين أصول المحفظة:

من حيث نوع الارتباط: فقد يكون موجباً كما يحدث بين أسعار الأسهم وأسعار العقار، وقد يكون سالباً كما حدث في أزمة الوول ستريت، عندما أدى الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى ارتفاع حاد في أسعار السندات.

من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط: تتراوح بين +1 و -1، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلاً من نوع الارتباط وقوة معامله.

ففي حالة الارتباط السالب تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الارتباط بين عوائد الأصول بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الارتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر غير السوقية إذا كان الارتباط موجباً وقوياً لأنّ عملية التنويع ما هي إلا تكرار لأصل من الأصول وعلى العكس عندما يكون الارتباط سالباً أو معدوماً فالتنويع يكون موجباً ومفيداً في تخفيض المخاطر لأن الآثار ستعم وفي اتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أنّ عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق، والتي يمكن التنبؤ بها، وذلك عن طريق معامل β,، فكيف يكون ذلك ؟؟

4 – التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β:

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو(dF= A+ (βx dF.S

dF: معدل التغير في العائد للمحفظة.

S: معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الاستثمار.

A: ثابت المعادلة.

β: يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطر.

إذا يمكن تعريف β، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية[1].

-إذا كان المعامل β=1، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20% بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة 20% كذلك، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطر السوقية العادية.

ونستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي، فيتم إحلال أصول استثمارية ذات معامل β منخفض، وفي حالة الانكماش يتم العكس.

مثال: لنأخذ محفظة تتكون من 4 أصول مالية حسب الجدول التالي:

بيان أصول المحفظة	القيمة V	معامل β
سهم A	1000	0.75
سهمB	1000	1.25
سهمC	1000	1.40
عملات أجنبية	500	0.2

نحسب معامل β المربح $\beta^{*} = \Sigma V\beta / \Sigma V$

$$= \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times0.2)}{1000+1000+1000+500} = 1$$

(1) منير محمد، مرجع سبق ذكره، ص 104.

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للاستفادة منه عن طريق رفع معامل β^{*} وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل β منخفض بأصل آخر، وليكن السهم D بقيمة 500 بعامل 3-= β

$$\beta^{*} = \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times3)}{3500} =1.4$$

إذاً ستترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية ب 10% وذلك ب 10% × 1.4 = 14%.

رغم أنّ كل ما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ، إلا أنّ هناك ضوابط وقيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة

-خصائص محافظ الأوراق المالية:

1- ضوابط و قيود تكوين محافظ الوراق المالية [1]:

أ- ضوابط وقيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستمرار فيه مستثمراً لأمواله (قصيراً، طويلاً، متوسطاً، لمدة سنة...)

ب- ضوابط وقيود مالية ورأسمالية: وهي حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحيازة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

ت- ضوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في أجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعاً معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

ث- ضوابط وقيود ضريبية وإلزامية: كثيراً ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية

(1) الخضيري محسن أحمد، 1999م، ص 68.

معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها ومن ثم يكـون سـعر المحفظـة عـلى علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة.

ج- ضوابط وقيود الأخطار والمخاطر: يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرتـه عـلى قبـول وتحمل المخاطر.

2- العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:

أ- معدل الفائدة وسعر الورقة المالية: إنّ عملية إدارة المحفظة تقوم عـلى متابعـة تطور العائد الذي تحققه الورقة، وذلك بمتابعـة الأوراق الماليـة الجديـدة التـي تطـرح في الـسوق لأول مـرة، ومقارنـة العائـد عليهـا بالعائـد الخـاص بالورقـة المحتفظ بها في المحفظة.

ب- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الاستثمار في الورقـة الماليـة لـيس فقـط بمعدل العائد، ولكن أيـضاً بمـدى الاسـتقرار في معـدل العائـد واتجاهـات هـذا السعر في الأجلين القصير والطويل أيضاً.

ت- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة الماليـة يـزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بهـا، فالزيـادة التراكميـة التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبهـا نظـراً لمـا تحققه من ربح رأسمالي.

ث- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الإحتفاظ بـالنقود أمـر غـير رشيد لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينيـة والأوراق الماليـة، خاصة تلك التي ترفع قيمتهـا الـسوقية مـع ازديـاد قيمـة الأصـول التـي سـبق شراؤها بأسعار منخفضة.

3- الاعتبارات الفتية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

أ- الاعتبارات الزمنية والمكانية: حيـث تتـدخل اعتبـارات التوقيـت في قرار الاحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منهـا، ومثـال

على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار في مكان معين.

ب- مستوى جودة الورقة المالية: ويتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوفرة عنها حيث يتم تصنيف الأوراق المالية وترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

ت- السياسات المالية والنقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري وسياسات التكميش وتعقيم الكتلة النقدية وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم وفوائد الأسهم.

ث- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار وقرارات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي: [1]

a. عمليات تحليل وتحديد الأخطار.

b. عمليات توزيع الخطر وتحديد مصادر التعامل معه ونشر مجالاته.

c. عمليات تنويع الأخطار وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر.

وتسهيلاً لإدارة مثل هذا النوع من المحافظ وتشجيعاً للاستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الاستثمار.

4- شركات الاستثمار:

4-1. ماهية شركات الاستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة... الخ.

---

(1) مرجع سبق ذكره ، ص 84.

وليس من حقّ المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ويمكن القول آنئذ شركة الاستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها [1].

4-2. تصنيف صناديق استثمار وفقاً لمكونات التشكيلة:

صناديق الأسهم العادية:

وتتكون من الأسهم العادية فقط، إلاّ أننّا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً لاختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

2- صناديق السندات:

وتتكون من سندات فقط قد تكون مرتفعة الجودة وتولد عائداً منخفضاً نسبياً، ولكنها لا تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قدّ تكون متباينة من حيث الجودة والمخاطر والعائد.

3- الصناديق المتوازنة:

وتتمثل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت ومحدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية والأسهم الممتازة وتتميز التشكيلة بمعامل β أقل من الواحد الصحيح، بمعنى أنّ القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغير في السوق.

4- صناديق سوق النقد:

وهي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أيّ من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية[2].

أ-إستراتيجية جودة الاستثمارات: تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين،

(1) هندي منير إبراهيم ، 1999م، ص 12.

(2) عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 71.

وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويحمل هذا الاتجاه إلى دعوة البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب صكوك الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.

ب-إستراتيجية التنويع في الاستثمارات: هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، ويأخذ التنويع صوراً عديدة سوف يتناولها المؤلف بالدراسة والعرض في طيات ذلك المبحث.

ج-إستراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة: ويقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة في الأصول.

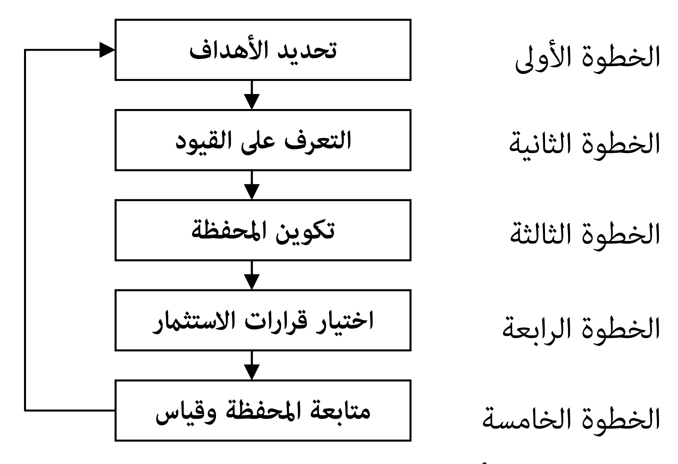
د-إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار: هي الإستراتيجية التي تقوم على هيكلة استحقاقات محفوظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة وهناك طريقتان لهيكلية استحقاقات المحفظة:

"Ladder Maturing" وهم الاستحقاقات المتتابعة، والاستحقاقات المتتالية "Barbell Maturing" وهي تقضى بتخصيص البنك في نوعية من الاستثمارات أحدهما قصيرة والآخر طويل وهي بالتالي تستعبد الاستثمارات متوسطة الأجل.

هـ -إستراتيجية الاستبدال والمبادأة: حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصاً استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة ويتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح لمعدلات الفائدة المتوقعة.

خطوات إدارة المحفظة:

لكي يتم إدارة المحفظة يتم ذلك عن طريق الخطوات التي يوضحها الشكل التوضيحي التالي:



أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية:

يحقق تكوين محفظة الأوراق المالية عدداً من الأهداف وتتمثل في الاستثمار الطويل أو القصير الأجل وكذا طبيعة الداخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية، وفي ضوء ذك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الأهداف، ومن هذه الأهداف[1]:

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
- تنمية المحفظة، أي تضخم قيمتها الرأسمالية.
- تحقيق عائد دوري ودخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع بأكبر من القيمة الشرائية.
- التأمين ضد المخاطر ولا سيما مخاطر انخفاض القوة الشرائية.
- تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.
- تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع [2].
- توفير مصدر آخر للسيولة يتم اللجوء إليه عند الحاجة حيث يمكن بيع الأوراق المالية عند الحاجة للحصول على النقدية السائلة بدلاً من قيام البنك بالاقتراض [3].

(1) د. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، المنصورة، بدون ناشر، 1995م، ص 382.

(2) أ. جلال إبراهيم العبد، إدارة محفظة الأوراق المالية – دراسات، الإسكندرية، بدون ناشر، 1999م، ص3.

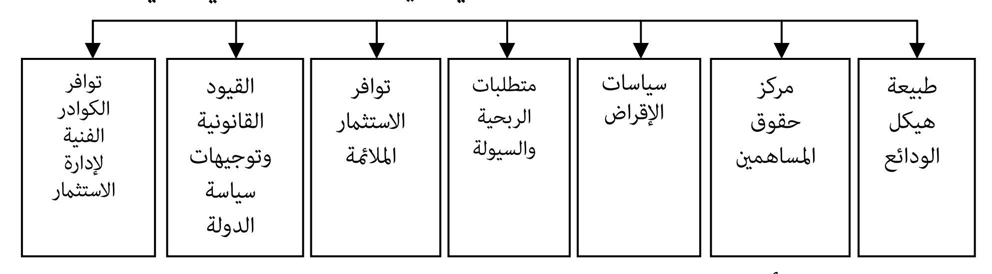
(3) سياسة الاستثمار في البنوك، مجلة البنوك، القاهرة، العدد 29، مايو/يونيو 2001م، ص1.

- تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانباً من الضرائب المدفوعة على إيرادات محفظة القروض.
- يمد البنك بمرونة كافية في إدارة أصوله نظراً لان مكونات المحفظة يمكن التصرف فيها بسهولة ومرونة أكبر من محفظة القروض.
- تدعيم موقف البنك أمام المستثمرين وحملة الأسهم[1].

ومن هنا نرى أنّ أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية متعددة فقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف، حيث يسعى البنك إلى تحقيق تلك الأهداف من خلال سياسة الاستثمار المبنية على خطة التي تعتبر بمثابة مرشد واضح لفلسفة وأهداف الاستثمار في البنك.

قيود ومحددات تكوين المحفظة:

هناك مجموعة من العناصر المؤثرة في صياغة سياسات وإستراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية يجب التعرف على مدى تأثيرها كما يلي[2] في الشكل التوضيحي التالي:



تكوين محفظة الأوراق المالية:

بعد أن تم تحديد الأهداف والتعرف على القيود ومحددات الاستثمار يتم وضع السياسة الاستثمارية بتكوين محفظة الأوراق المالية من خلال اتخاذ قرارات تخصيص أصول محفظة الأوراق المالية Asset Allocation Decision "بمعنى كيف يتم توزيع استثمار المحفظة على فئات الأصول المالية المختلفة من

(1) سياسة الاستثمار في البنوك، مرجع سابق، ص 1.

(2) د. عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص (165 – 173) بتصرف.

أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، فإنّ عملية تحقيق الأمثلية في المحفظة تتمحور حول توزيع الأصول والتي يطلق عليها نظرية "المحفظة الحديثة"[1].

ويحاول هذا النموذج التمييز بين مصادر الأموال المختلفة طبقاً لمتطلبات السيولة اللازمة وأيضاً معدل دوران تلك المصادر، فعلى سبيل المثال فإنّ الحسابات تحت الطالب تستلزم نسبة سيولة أعلى نسبياً مما تستلزمه ودائع التوفير والودائع لأجل، وذلك نظراً لأن معدلات دورانها أعلى من الأنواع الأخرى من الودائع، وبناء على ذلك فإن نسبة كبيرة من كل جنيه من الحسابات الجارية يجب تخصيصها في الاحتياطات الأولية والاحتياطات الثانوية ونسبة صغيرة يتم توظيفها في القروض واستثمارها في الأوراق المالية ويتوقف أسلوب تخصيص الأصول على السياسات التي يتم انتهاجها في إدارة المحفظة.

(1) محمود صبح، مرجع سابق، ص (85).

الفصل الثالث عشر

الهندسة المالية والمحافظ الاستثمارية الإسلامية

أولاً: الهندسة المالية الإسلامية:

مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

ظهر في السنوات الماضية مفهوم في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو ما يطلق عليه الهندسة المالية ((Financial Engineering، والذي يتيح إمكانية استعمال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية. فمثلاً إنّ تقسيم العقود الآجلة التي تشترى أو تباع في يوم واحد وتنويعها إلى صفقات متعددة يؤدي إلى توزيع المخاطر وزيادة العائد.

وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية وفقاً لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً، أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية، ودرء للمخاطر المحيطة بالأنشطة الاستثمارية، وهي في ذلك تعتبر من أدوات التحوط المالي Financial Hedging. وتتحدد مقاصد الهندسة المالية وفقاً للحالة التي تواجه المؤسسة المعينة[1]. لذا فالهندسة المالية تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة[2].

وقدم العديد من منظري الهندسة المالية أمثال[3]. عدة مفاهيم بينت أنّ أساس الهندسة المالية هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار، التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر. فقد عرفوها: (إيجاد الأبجدية الأولى للمنتج المالي لتوصيله بربح مالي معين إلى المستعمل النهائي في وقت معين، أو على شكل مجاميع من الأرباح الزمنية على مدى فترات متعاقبة من الزمن)، كما عرفوها (أنها التحول النهائي للمنتج المالي

---

(1) Mohammed, Elbashir. The Islamic Bond Market: Possibilities & Challenges, International Journal of Islamic Financial Services, P3.

(2) Tufano, Peter, "How Financial Engineering Can Advantage Corporate Strategy", Harvard Business Review, (Jan – Feb,1996), P2336.

(3) Party, S. Reny, (Swaps: A good Tools for Risk Management), Corporate Finance, 1996, P104.

(الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغير أوضاع السوق المالي). في حين يقصد بالهندسة المالية الإسلامية (مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف)[1].. ومن التعريف السابق، يتضح لدى المؤلف بأنّ الهندسة المالية تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:

1 - تصميم أدوات مالية مبتكرة مثل بطاقة الائتمان وأنواع جديدة من السندات والأسهم وتصميم عقود تحوط مبتكرة.

2 - تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطر وفترة الاستحقاق والعائد.

3 - تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي ﷺ حيث قال: (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينتقص من أوزارهم شيئاً) [2].

والهندسة المالية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة.

أهمية الهندسة المالية الإسلامية:

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة

---

(1) صالح، فتح الرحمن علي محمد، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، 2000م، ص1.

(2) رضوان، سمير: أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996م.

إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية. وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أنّ الاعتماد على منتج وحيد "مثل الفرق بين الفائدة المدينة والدائنة" يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملاءمة المستجدات[1].

ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية. وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فأن ذلك يفرض ضغوطاً تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية. ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدراً من المرونة ونصيباً سوقياً وافراً يساعدها على الاستمرار بفعالية.

وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصاً في عالمنا المعاصر اليوم بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة[2].

إن هذا التصور لأهمية الهندسة المالية لهو أحوج للبنوك الإسلامية من البنوك الربوية، لأن البنوك الإسلامية تتعامل بالعديد من العقود الحساسة في إجراءاتها، وتتعامل أيضاً في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها وهو ما يجعلها أشد حاجه للهندسة المالية، ويزيد في أهمية الهندسة المالية بالنسبة

(1) صالح، فتح الرحمن علي محمد، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، 2000م، ص3.

(2) نصار، أحمد محمد محمود، الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي- 2005/7/22م، ص2.

للبنوك الإسلامية في أنها تتعامل ضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم آلية أعمالها التمويلية والاستثمارية، ولهذا يتوجب على المهندس المالي في البنوك الإسلامية مراعاة هذه الضوابط وعدم اللجوء إلى الحيل، لأن الأحكام والضوابط الشرعية جاءت لتحقق مصلحة للفرد والمجتمع معاً.

أبعاد الهندسة المالية للتمويل الإسلامي:

إنّ ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد. وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم الحثيث للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتهاء وكذلك استلهام المستجدات الأخرى التي قد يفرزها العصر. وكما أصبح معروفاً ومشاعاً بين الناس فإنّ هناك صيغاً إسلامية كثيرة متاحة للتمويل، وخاصة في المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم نسبياً. أما دور الهندسة المالية كما أشرنا إليها هو ابتكار وسائل تمويل جديدة في مستوى التمويل طويل الأجل وخاصة بالنسبة للحكومات الإسلامية أو حكومات الدول التي ربما ترى أن تمويل مشروعاتها يتوجب أن يكون من خلال الإطار الإسلامي. فمثلاً يمكن لصيغ التمويل الإسلامية مثلاً المشاركة والمضاربة والمرابحة...إلخ. من أن تتمكن لسد الحاجة للتمويل قصير المدى إذا ما وجهت الوجهة الصحيحة ووضعت لها الضوابط الشرعية ونظم المتابعة والرقابة[1].

وفي الغالب فإنّ الحكومات لا تلتزم بالإطار الإسلامي للتمويل أي تلجأ للبدائل التقليدية لسد حاجاتها من الأموال ومقابلة العجز في موازنتها عن طريق الإصدارات النقدية الجديدة أو بإصدار وبيع أدوات اقتراض ربوية (Ribawi Debt Instruments). هذا وقد أصبح من المسلم به الآن جنوح الخيارات لخلق عدم الاستقرار النقدي وزيادة حدة التضخم[2].

---

(1) الجلي، أبو ذر محمد أحمد-"الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقصد- العدد السابع عشر، ربيع الآخر، 2005. /WWW.eljelly.f2s.Com

(2) Mohamed, S. Ebrahim: "Theory of Participating Term Certificates in Role of Rrivate & Public Sector in Economics Development in an Islamic Perspective".(July,1995), P27.

وفي المقابل يجد المؤلف أنّ ما هو متاح للحكومات التي تريد أن تتخذ من القواعد الإسلامية موجهاً خياران في الأعم الأغلب هما:

1-القروض ذات المخاطر((Risky Debts.

2-الأدوات والأوراق المالية ذات الحصص من الأرباح والخسائر

.Sharing Instrument Profit))

ومن هذه القواعد تبين الفرق الواضح بين الموجهات الأساسية في الاقتصاديات الربوية والاقتصادية الإسلامية فأهم ما تنطوي عليه موجهات الاقتصاديات الربوية تقليل تكلفة المعاملات وتقليل أو أبعاد المخاطر لجهات أو أطراف أخرى في المعاملة. أما الموجه الأساسي في الاقتصاد الإسلامي لأوراق وأدوات الدَيّن فهو مبدأ المشاركة في المخاطر (Risk Sharing) وليس بالضرورة إبعادها لجهة أو طرف آخر.

ففي تمويل المدى القصير يمكن للحكومة المراقبة لقواعد الشرع من استعمال مبدأ الهدية (Gifting) الذي أقرهُ الكثيرون كمبدأ أصيل في الإسلام لحديث صاحب رسول الله ﷺ جابر الأنصاري ﷺ الذي قال فيه: "كان لي على النبي ﷺ دَيْن فقضاني وزادني[1]" وقد رأى كثير من الفقهاء عدم جواز هذا النوع من الهدايا معتمدين على بعض الأحاديث النبوية الشريفة (وليس هنا مجال للتوسع في هذا الاختلاف) [2].

أما في المدى المتوسط والطويل فيقدم مفهوم الهندسة المالية طرقاً للحكومات تمكنها من الاستدانة من غير الإخلال بقواعد التمويل الإسلامية. والمرتكز لهذه الطرق، ربما جميعها، هو مقاسمة الأرباح والخسائر الناتجة. فمثلاً إذا كانت هنالك حكومة تريد أن تمول مشروعاً معيناً أو أنها تتوقع إيرادات معينة من الضرائب فيمكن للحكومة في هذه الحالة استدانة أقل مبلغ ممكن، وعند تاريخ الاستحقاق يمكن دفع أصل الدين مع علاوة متغيرة أو عائمة(Variable Bonus) . فهذا مثال لأداة مالية مبتكرة مبنية على مبدأ

---

(1) مشكاة المصابيح: كتاب البيوع :2925. رواه أبو داود وتصنيف الألباني: الجزء الثاني) .

(2) عويس، عبد الحليم، "مشكلات الاقتصاد الإسلامي"، عمان، دار الشرق الأوسط، 1999م، ص129.

المشاركة في الأرباح وغير ذلك يمكن للحكومة استعمال أدوات الدين ذات المخاطر (Risky Debt) مثل سندات الدخل(In Came Bonds) أو الدين شبه المشارك في الملكية (Quasi Equity Participating Debt) وقد نشأت سندات الدخل أول ما نشأت من إجراءات الإفلاس إذ عن طريقها تتمكن المنشأة أو الجهة المصدرة من تجنب مخاطر الإفلاس حتى تجد دخلاً كافياً لمقابلة التزاماتها.

أما أوراق الدين شبه المشارك في الملكية (Quasi- Equity Debt Instrument) فهي تقوم على مبدأ المشاركة في التدفقات النقدية، إذ يقاسم المقرض في الدخل ويستفيد المقترض من أنه يحافظ على ملكية منشأته ويستفيد من مزايا القروض كوسيلة من وسائل التمويل. وهذه الابتكارات في وسائل التمويل مبنية على المبادئ المالية الإسلامية في تقاسم الأرباح وتقاسم المخاطر.

وقد استعملت هذه الأدوات والأوراق المالية في كثير من البلدان الإسلامية فمثلاً استعملت الحكومة الماليزية أذونات خزينة مبنية على الضرائب المشاركة (Treasury Tax – Anticipated) لتمويل مشاريع طويلة الأجل. وكذلك استعملت وزارة الأوقاف الأردنية سندات الدخل (Income Bonds) لتمويل المشاريع طويلة الأجل.

أما قطاع المؤسسات في باكستان فقد استعمل شهادات مشاركة (– Participaing Term Certificate) تؤهل حامليها للمشاركة في عوائد المشاريع. ولم يقتصر استعمال هذه الأدوات على الأقطار الإسلامية فقد استعملت بعض هذه الأدوات من قبل مشاريع بناء السكك الحديدية حيث استعملت سندات الدخل.

أما حديثاً فقد استحدث مصرف سيتي (City Bank) ورقة مالية هي شهادة مؤشر الأسهم(Stock index Certificate) وهي تمثل أداة من أدوات تقاسم الأرباح تتحرك تبعاً لتحرك أحد مؤشرات سوق الأسهم. وأيضاً استحدثت في النمسا أوراق أطلق عليها أسم أذونات أنماء مؤشر الأسهم

النمساوي (Index Growth Notes Austrian Stock). وتختصر بـ (SINGS)، وهي مرتبطة بمؤشر الأسهم النمساوي هبوطاً وعلواً[1]..

يتضح مما تقدم أنّ كل هذه الأدوات الجديدة ما هي إلا ابتكارات ووسائل جديدة تصب في خانة ما يعرف بالهندسة المالية، وعلاوة على ذلك، وهو الأهم فإنها تشير إلى أنّ مبادئ التمويل الإسلامية المبنية على المشاركة في الأرباح والمخاطر قابلة للتطبيق باستنباط وسائل علمية وعملية تجعل من الممكن استعمال أدوات الهندسة المالية قابلة للتطبيق في البلدان الإسلامية وفقاً لشرائعها السماوية، بالتالي لم تكن ذات حكر على الدول الغربية.

إنّ هذا القول لا يلقى جزافاً بل أن كثيراً من الدراسات التجريبية المنشورة قد برهنت على أن هذه الأدوات والأوراق المالية المبنية على هذه المبادئ المتماشية مع روح التمويل الإسلامي لا تقل كفاءة ولا فعالية عن رديفتها الربوية، بل أنها قد فاقتها في كثير من الأحيان. وقد أصبح معروفاً لدى الكثير من كتاب الاقتصاد الغربي ما يعرف بـ (Equity Premium Puzzle) وهي ظاهرة أن شهادات الملكية أو القائمة على المشاركة في العوائد لها علاوة غير مبررة أو غير ظاهرة مقارنة بالأوراق الربوية.

نماذج الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن الإشارة هنا إلى بعض النماذج التمويلية التي قام العلماء المعاصرون المتخصصون في الاقتصاد الإسلامي بتطويرها باستخدام أسلوب الهندسة المالية ومنها:

1 – نموذج المرابحة[2]: يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المرابحة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي:

أ- يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى البنك الإسلامي كحصته في حساب

(1) الجلي، أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، مجلة المقصد، العدد السابع عشر، ربيع الآخر، 2005م. /WWW.eljelly.f2s.Com

(2) السويلم، محمد، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي، 2000م، ص25.

المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشاركة.

ب- يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمور الفنية لبضاعته, ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافه الأمور المالية.

ج- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق.

وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، فهو أولاً يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المرابحة بالمقارنة مع البنوك التقليدية، ومن ثم يبتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة، ويكون أيضاً مكملاً لعمل التجار وليس منافساً لهم.

2 – نموذج الوكالة بأجر[1]: ويقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي، من علاقة المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني، وهي اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين المودعين ومواعيد بدء وتصفيه الاستثمارات التي استخدمت فيها أموال المودعين، وهو يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي وديعة بعينها, ويقترح عطية أن تكون علاقة البنك بالمودعين قائمة على أساس الوكالة بأجر بدلاً من المضاربة، حيث يعتبر البنك وكيلاً عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء أجر ثابت أو نسبة من مبلغ الوديعة ذاتها, وهذا المقترح يجعل دخل البنك مستقلاً عن مواعيد ونتائج عمليات الاستثمار الفعلية.

3 – نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة[2]: سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية، وهي جمع بين السند كأداة مالية

---

(1) محيي الدين، أحمد: عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1986م، ص75.

(2) قحف، منذر: تعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة المجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990م، ص166.

وعقد الإجارة وعقد السلم، وآليتها أن تكون هناك الخدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلاً بحيث يكون الوصف تفصيلاً ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب جامعي، تتوفر فيه شروط معينة ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمنه ومدته ووصفه، بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي بإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلاً، ويمثل السند حصة ساعية واحدة، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للسند الذي يمثل ملكيته للمنفعة، إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية، كما أوضحناه آنفاً.

يتضح مما تقدم أنّ الهندسة المالية قادرة على إيجاد حلول وبدائل جادة وكفؤة تخدم جميع أطراف العلاقة في المعاملات المالية الإسلامية، وهذا ما نأمل الاهتمام به في الوقت الراهن من قبل المصارف الإسلامية.

المهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية:

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصاً واسع الإطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات الآتية [1] :

1- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد.

2- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة والأمثلية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.

---

(1) Eales. Brian A., "Financial Engineering" McGraw–Hall, 2000/ 1st. ed., Macmillan Press Lt,: d2000 P11.

3- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.

4- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.

5- معرفة واسعة ببرامجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.

6- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل.

وتقع على عاتق المهندس المالي مسؤوليات جسيمة من بينها[1]:

1- التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال).

2- إدارة هيكل الأصول (النقدية – محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).

3- إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).

4- إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

ومن أجل حل المسائل الرياضية المتعلقة بالهندسة المالية فلابد من توظيف بعض المقاييس المالية والإحصائية التي تستعمل في خلق وإعادة التركيب للعائد الأعلى لذا فمن الضروري جداً أن نفهم كيفية التوصل إلى المقاييس ومحدداتها.

إن من أهم المحفزات والقوى التي تؤثر على المالية الحديثة هو إعادة تجميع خطورة الآلية المعتمدة مع العائد. وتؤكد نظرية المحفظة الحديثة على اختبار الترابط بين هذين المتغيرين وتحديد مجموعة الأدوات التي تدخل في عملية التركيب لتقليل خطورة المحفظة. وتوضح المعادلة (1) الصيغة التي تحسب خطورة المحفظة (كمتغير) وتلعب دوراً رئيسياً في عالم المالية الحديث[2]:

---

(1) النجار، فريد، البورصات والهندسة المالية مؤسسة شباب الجامعة، 1998م/1999م، ص277.

(2) Fabozzi, F. J., "Bond Markets: Analysis and Strategies", 3rd ed., Prentice – Hall International, 1996, P91.

المعادلة (1) .... حيث أن : $\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{K} x_i^2 \sigma_i^2 + 2\sum_{i<j}^{K} x_i x_j \sigma_{ij}$

$\sigma^2 p$ = تمثل خطورة المحفظة لموجوداتk المقاسة بالمتغير.

$\sigma^2 i$ = تمثل الخطورة المرتبطة بالموجودات النموذجية i المقاسة بالمتغير.

σij = تمثل معامل المتغير لموجودات i و j في المحفظة.

Xi, Xj= الأوزان لموجودات i وموجودات j في المحفظة.

إنّ جمع الأوزان ضرورية حيث إنه ناتج من تقليل تركيبة خطورة المحفظة. ويفترض أنّ يتمتع المشاركون في الأسواق المالية بشيء من العقلانية وتجنب المخاطر. وفي مثل هذا النظام (المخاطر والعائد)، هناك طريقة واحدة لتجنب المستثمر للمخاطر وهي كلفة العائد القليلة حيث في المعلوم إذا كان العائد كبير كانت المخاطر كبيرة أيضاً وعلى العكس من ذلك فلو كان العائد قليلاً فالمخاطر منخفضة. فمثلاً لو أن شخصاً أشترى أمس سهماً بسعر 500 واليوم يباع بسعر 510 فالفرق بين هذين السعرين هو 10 سنتات الذي يمثل الربح الحقيقي. إلا أنه لا ينظر إلى هذا الربح كاستثمار كبير. إلا أنه إذا تم احتساب العائد وفق النسبة المئوية ولنقل (2%) فأنها تعد إستراتيجية جيدة وكما موضحة في المعادلة الآتية[1]:

المعادلة (2)......

$$Rt = \frac{(Pt - Pt\text{-}1)}{Pt\text{-}1} * 100$$

حيث أن:

Rt = تمثل النسبة المئوية للعائد.

Pt = تمثل سعر السهم في الفترة الزمنية الحالية.

Pt –1 = تمثل سعر السهم في الفترة الزمنية السابقة.

(1) Fabozzi, F. J., "Bond Markets: Analysis and Strategies", 3rd ed., Prentice – Hall International, 1996, P92.

ثانياً: المحافظ الاستثمارية الإسلامية:

تعريف صناديق الاستثمار:

هناك عدة تعريفات للصناديق الاستثماريّة، منها:

أولاً: هي وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد، واستثمارها في الأوراق المالية، من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية [1].

ثانياً: تجميع أموال الأشخاص الطبيعيين، أو الاعتباريين بغرض إخضاعها لإدارة ما تتولى تنميتها عبر استثمارها في أدوات إستثمارية ومجالات أخرى[2] .

ثالثاً: برنامج استثمار مشترك، يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه، بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة[3] .

رابعاً: عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهّد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يمتلكه من حصص، وفقاً للشروط التي تبيّنها نشرة الإصدار[4]. وتم تعريف الصناديق الاستثماريّة تعريفاً شاملاً كالآتي:

خامساً: مؤسسات ماليّة في شكل شركة مساهمة، تتولّى تجميع المدخرات من الجماهير، بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، تعهد بها إلى جهة أخرى لإدارتها واستثمارها في الأوراق المالية أساساً، ومجالات الاستثمار الأخرى نيابة عن المدّخرين، لتحقيق أعلى عائد من الربح بأقل مخاطر وفق شروط متفق عليها[5].

---

(1) تهامي، عز الدين فكري، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، 22 مارس 1997م، ص 3.

(2) أحمد، مصطفى علي، صناديق الاستثمار، مزاياها وأنواعها، التكييف الشرعي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، 22 مارس 1997م، ص 112.

(3) مجلس هيئة السوق المالية، قرار رقم 4-11-2004، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، ص 12.

(4) الحسني، أحمد حسن أحمد، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999م، ص6.

(5) العنزي، عصام خلف،صناديق الاستثمار الإسلاميّة والرقابة عليها، دراسة فقهية قانونية، رسالة جامعية، الجامعة الأردنية، 2004م، ص15.

خصائص صناديق الاستثمار:

وهناك عدة خصائص للصناديق الاستثماريّة،(1) وهي كالآتي:

أولاً: إتاحة المجال لذوي الدخل المحدود للتعامل في سوق المال إذا امتلك حدّاً أدنى من الوثائق تمكنه من الاشتراك في إحدى صناديق الاستثمار.

ثانياً: تخفيض حجم المخاطر التي تواجه المستثمر حيث تقوم بتنويع استثماراتها في الأوراق المالية، وحيث إنّ صغار المستثمرين لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة وعدم توفر مبالغ كبيرة للاستثمار في هذا المجال.

ثالثاً: السّيولة: وخاصة في الصناديق المفتوحة، فيستطيع المستثمر سحب قيمة وثائقه، من الصندوق المصدر لها خلال أي يوم من أيام العمل.

رابعاً: الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة، التي تدير محفظة الأوراق المالية، للمستثمر بتكاليف منخفضة.

خامساً: تحقيق عائد أعلى من عائد الوثائق المصرفيّة.

سادساً: تمكن المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل أو بعض رأس المال وفق شروط معينة.

سابعاً: تسهيل اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمر لما تتمّتع به هذه الصناديق من شفافية وإفصاح عن إدارتها بشكل مستمر.

ثامناً: الأنواع المختلفة للصناديق, تعطي مرونة للمستثمر في اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه.

تاسعاً: تخضع هذه الصناديق لرقابة من قبل جهاز هيئة سوق المال.

التكييف الفقهيّ لصناديق الاستثمار:

أولاً: الأطراف المتعاقدة في صناديق الاستثمار [2]:

هناك عدة أطراف تعتبر الأساس في تكوين صناديق الاستثمار وهذه الأطراف هي:

1. المساهمون المكتتبون في الصناديق.
2. مدير الاستثمار.

---

(1) العنزي، صناديق الاستثمار الإسلامّية والرقابة عليها، مرجع سابق، ص ص 23-25.

(2) هندي، منير، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الإسكندرية، 1999م، ص141.

3. جهة الإصدار: وهو المصرف الذي يقوم بإنشاء الصندوق واستصدار التراخيص الرسمية لإنشائه، وقد يشارك في رأس ماله.

ثانياً: العلاقات التي تنشأ بين هذه الأطراف هي:

1. علاقة المساهمين فيما بينهم: حيث يقوم المساهمون بالاكتتاب في الصناديق بالحصول على أوراق مالية وفق وحدات متساوية القيمة، والتي تمثل حصصاً للمساهمين في هذه الصناديق إذن فالعلاقة بين أصحاب هذه الأموال علاقة مشاركة، هذه الشركة تعتبر شركة أموال وشركة الأموال جائزة ومشروعة في الفقه الإسلاميّ.[1]
2. علاقة المساهمين بمدير الاستثمار: وتعتبر هذه العلاقة علاقة مضاربة،[2] حيث يقوم مدير الاستثمار بإدارة الأموال نظير حصة معلومة من الربح. حيث إنّ أصحاب الوحدات الاستثماريّة هم أرباب المال، ومدير الصندوق هو المضارب.[3]
3. العلاقة بين جهة الإصدار والمساهمين: وبما أنه يمكن للمصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال، فتصبح العلاقة بينه وبين المساهمين علاقة مشاركة، "شركة أموال" وقد يتقاضى عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية وتعتبر هذه العمولة أجرة لهذا المصرف وهي جائزة شرعاً.[4] فالمدير ينوب عن المستثمرين بإدارة الأموال لتحقيق الربح وذلك مقابل أجر وهو ما يسمى "الوكالة بأجر"[5].

---

(1) النسفي، البحر الرائق، ج5، ص 180. - النفراوي، الفواكه الدواني، ج2، ص 120. - الشربيني، مغني المحتاج، ج2، ص 212. -المرداوي، الإنصاف، ج5، ص 408.

(2) والمضاربة هي عقد بين طرفين، يقوم الأول ببذل المال، والآخر ببذل العمل، على أن يكون الربح بينهما على حسب الاتفاق. -الهداية شرح البداية، ج3، ص202. -الجندي، خليل بن اسحاق، مختصر خليل، (2005م). (المحقق: أحمد جاد)، دار الحديث، القاهرة، ط1، ص238، -النووي، روضة الطالبين، ص73، -ابن قدامة، المغني، ج7، ص137.

(3) آدم، محمد عبده، صناديق الاستثمار الإسلاميّة ودورها في تعبئة واستخدام الموارد، مع دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار السعودية، رسالة دكتوراه في قسم الاقتصاد، جامعة النيلين، السودان، ص148.

(4) صلاحين، عبد المجيد، صناديق الاستثمار الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة. ص ص 9-10.

(5) أبو غدة، عبد الستار، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها، ج2، ص13.

ويمكن القول بأن الصناديق الاستثماريّة هي علاقة تعاقدية بين طرفين وهما من يحدّد شكل التعاقد من الجانب الفقهيّ فقد يكون هذا التعاقد على أساس المضاربة أو الوكالة بأجر أو الجعالة وهذا يرجع إلى طريقة احتساب العمولة، سواء كان ربحاً أم أجراً أم جُعلاً، ولكن وفق الشروط التي حدّدها الفقهاء لكل عقد.[1] وقد تكون العلاقة من خلال اعتماد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم[2].

أقسام صناديق الاستثمار:

أولاً: أقسام صناديق الاستثمار (وفقاً لاعتبار هيكل رأس المال):

1. صناديق الاستثمار المفتوحة: وتكون رؤوس أموالها متغيرة وغير ثابتة،[3] ويزداد حجمها ببيع الوثائق الاستثماريّة ويقل حجمها باسترداد بعض المستثمرين للوثائق الاستثماريّة[4] ويبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه ما زال قائماً.
2. صناديق الاستثمار المغلقة: وتكون محدّدة القيمة والحجم مسبقاً وعدد الوثائق التي تصدرها ثابتة ويتم تداول هذه الوثائق في البورصة وتنتهي هذه الوثائق بانتهاء مدة الصندوق، ويتم استرداد قيمتها من الجهة المُنشئة للصندوق[5].

ثانياً: أقسام صناديق الاستثمار (وفقاً للهدف منه):

1. صناديق النمو: وهي صناديق تهدف إلى تحقيق نمو رؤوس أموالهم ولا تركز على إيجاد دخل دوري للمستثمر وتقوم بحجز الأرباح المتحققة من أجل التوسعة وتحقيق نمو أكبر لرأس مالها[6].

---

(1) العتيبي، أحمد، (1427هـ)، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط1، ص54.

(2) أبو غدة، عبد الستار، الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية، مجلة المجمع، الدورة التاسعة، المجلد الثاني، ص11.

(3) الفطافطة صناديق الاستثمار في الدول العربية، ص98.

(4) الهنيدي، عدنان، وآخرون، المصارف الإسلامية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، 1995م، ص 90.

(5) جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلاميّة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلاميّة، 8-9 مايو 2005م، ص7.

(6) حمامي، عبد الكريم، صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة، 2000م، ص ص 24-25.

2. صناديق الدخل: وتحقق دخل دوري للمستثمر وتناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائدات استثماراتهم لتغطية أعبائهم المعيشية كما أن محافظ هذه الصناديق تتكون من أسهم وسندات لشركات كبيرة توزّع أرباحاً على مساهميها بشكل كبير[1].

3. صناديق النمو والدخل: وتحقق هذه الصناديق الهدفين معاً، بتحقيق دخل دوري للمستثمر ويعمل على تحقيق نمو رأسمالي للمستثمرين[2].

أنواع الصناديق الاستثماريّة:

أولاً: أنواع الصناديق الاستثماريّة التقليديّة:

1. صناديق العملات: حيث يقوم مدير الاستثمار بالمتاجرة في العملات، للاستفادة من فروقات الأسعار بمرور الزمن[3].

2. صناديق الأسهم: وهي صناديق متوسطة أو طويلة الأجل، وتعتبر مشهورة جداً، ويتم الاستثمار بأنواع مختلفة من الأسهم، ويهدف المستثمر لتحقيق نمو رأسمالي في المدى الطويل[4].

3. صناديق السندات: ويرغب المستثمرون بهذه الصناديق إلى الابتعاد عن المخاطر وتحقيق عائد ثابت[5] بالرغم من تدنّي هذه العوائد مقارنة بالأنواع الأخرى من الصناديق، ومن المعروف أن الاستثمار بهذه الصناديق محرّم شرعاً لأن السندات عليها سعر فائدة وهو محرّم شرعاً[6].

4. صناديق السلع أو البضائع: حيث يتم شراء السلع نقداً وبيعها بالآجل، وتعتبر أرباح هذا البيع هي دخل الصندوق الذي يوزّع على المكتتبين في الصندوق بنظام النسب، ويتم استخدام بيع المرابحة والسلم والاستصناع[7].

---

(1) الهنيدي وآخرون، المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 48.

(2) دوابة، أشرف، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامّية، دار السلام للطباعة والنشر، 2004م، ص 62.

(3) مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، 2004م، ص 73.

(4) السيد، زينب، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، م39، العدد1، ص 90.

(5) المومني، غازي، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2003م، ص 29.

(6) صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر،2012م.

(7) مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، 2006م، ص 109.

5. صناديق الذهب والمعادن النفيسة: وتُعنى هذه الصناديق بالاستثمار في أسهم شركات الذهب والمعادن النفيسة[1].
6. صناديق النقد: وتحتوي هذه الصناديق على أوراق مالية قصيرة الأجل، مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفيّة. وتعتبر هذه الصناديق مستقرة القيمة، ومخاطرها قليلة، وسيولتها عالية ولكن يؤخذ عليها بأنّها منخفضة العوائد[2].
7. الصناديق المتوازنة: وتتكون من أسهم عادية، وأدوات مالية أخرى مثل السندات والأسهم الممتازة[3]وسمّيت أيضاً بالصناديق المنوعة[4] وتختلف نسبة الأسهم العادية إلى مكونات الصندوق الأخرى باختلاف الأهداف المُحدّدة للصندوق[5].

ثانياً: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلاميّة:

وتقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى الأنواع الآتية [6]:

1. صناديق الأسهم الإسلاميّة: ويقوم مبدأ هذا الصندوق على:

أ. اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحاً.

ب. أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفيّة ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.

ج-أن يتقيّد بشروط صحّة البيع، وأن يتقيد بشروط الصرف في حالة النقود.

2. صناديق السلع: ويكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالآجل، واتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدَوْليّة نظراً لتطور أسواق السلع الدَوْليّة[7] ووجود جهات متخصصة معتمدة في تنفيذ

---

(1) الشراح، رمضان، ومحروس حسن، الاستثمار النظرية والتطبيق، ذات السلاسل، الكويت، 1999م، ص 246.

(2) صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 217.

(3) خريوش، حسني، وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، 1999م، ص 134.

(4) هندي، منير، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 53.

(5) غنيم، حسين، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، 2005م، ص27.

(6) القري، محمد علي، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها، ص 43.

(7) مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص69.

عمليات الصندوق بأجر ويقصد هنا بالسلع تلك التي يكون لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمونيوم والنحاس والبترول ويقتصر التعامل بالسلع المباحة والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالآجل، ويُستثنى من ذلك الذهب والفضة.[1] وقد تعمل صناديق السّلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم.[2]

3. صناديق التأجير: وعقد الإجارة هو عقد محلّه منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع, كالسكن بالنسبة للمنزل، والنقل بالنسبة للسيارة، إذن فهو عقد بيع للمنافع.[3] ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق الأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات والعقار.
4. رأس المال المأمون: ويقوم الصندوق بالاستجابة لرغبات المستثمرين الذين يفضلون الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية.[4]

ثالثاً: تكييف العلاقة بين مدير الاستثمار والمساهمين في الصناديق الاستثماريّة:

وتقترح المؤلفة تكييف العلاقة شرعاً بين مدير الاستثمار والمساهمين، على أساس عقد الجعالة، بحيث يطلب المساهمون من مدير الاستثمار إدارة الأوراق المالية بالبيع والشراء لتحقيق أرباح رأسمالية وعوائد دورية للمساهمين (أصحاب الوحدات الاستثماريّة) مقابل جُعل يستحقّه إذا حقق هدفاً معيناً، مثلاً تحقيق أرباح رأسمالية بمبلغ معين، وما زاد عن هذا المبلغ فهو له، أو تحقيق عائد دوري معين وما زاد عن هذا المبلغ شهرياً، فهو لمدير الاستثمار. وهذا من شأنه أن يحفزه على تحقيق الأرباح وابتكار فرص استثمارية جديدة، وإدارة الأوراق المالية بكفاءة أكثر حتى يستحقّ أكبر جعل ممكن وهو الفائض عن الرقم المُحدّد له مسبقاً.

وإذا لم يحقق مدير الاستثمار هذا الرقم المُحدّد فلا جُعل له، لأنه لم يحقق النتيجة المطلوبة. وقد يحدد له راتباً شهرياً، بالإضافة إلى جُعل معين إذا زادت الأرباح عن رقم معين، حتى يشجعه ذلك على العمل بكفاءة.

---

(1) مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سابق، ص109.

(2) مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سابق، ص109.

(3) جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامّية، مرجع سابق، ص7.

(4) جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامّية، مرجع سابق، ص7.

قائمة المصادر والمراجع

- القرآن الكريم.
- السنة النبوية المطهرة.

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- محمد صالح الحناوي، رسمية قرباقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 1997م.
- ابن الأثير الجزري، مجد الدين، أبو السعادات، المبارك بن محمد، (ت 606هـ = 1209م)، النهاية في غريب الحديث والأثر، ط1، 2م، تحقيق: خليل شيحا، دار المعرفة، بيروت، 1422هـ-2001م،ج1.
- ابن القيم، شمس الدين، أبو عبد الله، محمد بن أبي بكر، (ت 751هـ = 1350م)، زاد المعاد في هدي خير العباد، ط: بدون، 2م، تحقيق: عماد البارودي، المكتبة التوفيقية، مصر، (د.ت)، ج5.
- ابن فارس، أبو الحسين، أحمد (ت 395هـ = 1004م)، معجم مقاييس اللغة، ط: بدون، 6م، تحقيق وضبط: عبد السلام هارون، دار الفكر، بيروت، 1399هـ-1979م، ج2.
- ابن منظور الإفريقي، أبو الفضل، جمال الدين، محمد بن مكرم، (ت 711هـ = 1311م)، لسان العرب، ط3، 16م، نسقه وعلق عليه ووضع فهارسه: مكتب تحقيق التراث، دار إحياء التراث العربي، ومؤسسة التاريخ العربي، بيروت، 1413هـ-1993م، ج4.
- ابن منظور، لسان العرب، الجزء الثاني، ط1 (دار الفكر للطباعة، 1990م).
- أبو غدة، عبد الستار، الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية، مجلة المجمع، الدورة التاسعة، المجلد الثاني.
- أبو غدة، عبد الستار، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها، ج2.
- أبو القاسم محمد الشيخ، برنامج التحليل المالي وقراءة القوائم المالية، الخرطوم، مكتبة الإدارة العامة، 2003م.
- أحمد بن عبد الرحمن الشميمري وآخرون، مبادئ إدارة الأعمال الأساسيات والاتجاهات الحديثة، ط3، (الرياض: العبيكان للطباعة، 2006م).
- أحمد رجب عبد العال، المحاسبة الإدارية، (الإسكندرية: مركز الإسكندرية للمطبوعات الجامعية، 1987م).
- أحمد رجب، المحاسبة الإدارية، (بيروت: الدار الجامعية، 1982م).
- أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار في البنوك التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 2001م.

- أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2000م).
- أحمد، مصطفى علي، صناديق الاستثمار، مزاياها وأنواعها، التكييف الشرعي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، 22 مارس 1997م.
- آدم، محمد عبده، صناديق الاستثمار الإسلامّية ودورها في تعبئة واستخدام الموارد، مع دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار السعودية، رسالة دكتوراه في قسم الاقتصاد، جامعة النيلين، السودان.
- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، (عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2004م).
- إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان،2007، ط2.
- أكرم حماد، الرقابة المالية في القطاع الحكومي، (عمان: جهينة للنشر والتوزيع، 2005م).
- آل شبيب، دريد كامل، (2004م)، مبادئ الإدارة العامة، ط1، عمان: دار المناهج.
- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي – لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2005م.
- بنك السودان المركزي، نماذج العقود الصادرة عن الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، 2008م، السودان.
- البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد التاسع والثلاثين، العدد الأول، 1999/98م.
- تشارلز هور نجرن وآخرون، تعريب: أحمد حامد حجاج، محاسبة التكاليف مدخل إداري، (الرياض: دار المريخ للنشر، 2009م).
- تهامي، عز الدين فكري، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، 22 مارس 1997م.
- توفيق أبو رقبة وآخرون، تدقيق ومراجعة الحسابات، (اربد: دار الكنزي للنشر والتوزيع، 1991م).
- ثناء على القباني، محاسبة التكاليف والمحاسبة الإدارية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2003م).

- جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامّية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامّية، 8-9 مايو 2005م.
- جلال إبراهيم العبد، إدارة محفظة الأوراق المالية – دراسات، الإسكندرية، بدون ناشر، 1999م،
- الجلي، أبو ذر محمد أحمد-"الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقصد- العدد السابع عشر، ربيع الآخر، 2005.
- جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، (عمان: دار صفاء للنشر، 2001م).
- جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال مدخل وظيفي، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999.
- حسن علي الشاذلي في مجلة المجمع الفقهي، الدورة الخامسة (2613/4-2617)، والإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي لخالد الحافي.
- حسن عمر، التنمية والتخطيط الاقتصادي، (الكويت: ديوان المطبوعات الجامعية، د.ت)،
- حسن، أحمد محيي الدين، (1986م)، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ط1، البحرين: بنك البركة الإسلامي للاستثمار.
- الحسني، أحمد حسن أحمد، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999م.
- حسين ريان، الرقابة المالية في الفقه الإسلامي، (عمان: دار النفائس، 1999م).
- حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، (عمان – الأردن: دار زهران للنشر، 1999م).
- حسين يوسف القاضي ومأمون توفيق حمدان، المحاسبة الدولية ومعاييرها، (عمان: دار الثقافة، 2011م).
- حمامي، عبد الكريم، صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة، 2000م.
- حمزة الشفعي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديث- منهج علمي تحليل في اتخاذ القرارات، عمان، دار الصفاء للنشر، 1998م.
- حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي – تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، عمان، مؤسسة الوراق للنشر، 2000م.
- خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، (عمان: دار الميسرة، 1999م).

- خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب والاستثمارات الإدارية، الأساليب الحديثة للتحليل المـالي وإعـداد الموازنات لأغراض التخطيط والرقابة، ب.ن، 2006م.
- خريوش، حسني، وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، 1999م.
- الخضيري محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر 1999م.
- خلدون إبراهيم الشديفات، إدارة وتحليل مالي، عمان، دار وائل للنشر، 2000م.
- الدسوقي – حاشية، (القاهرة: دار إحياء الكتب العربية، الجزء الثاني).
- دوابة، أشرف، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامّية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، 2004م.
- رشاد العصار، عليان الشريف، وعاطف الأخرس، إيمان الهنيني وأحمد الجعبري، الإدارة والتحليـل المـالي، عمان، دار البركة للنشر، 2001م.
- رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويـل، (عـمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، 1997م).
- رضوان وليد العمار، أساسيات في الإداريـة الماليـة – مـدخل إلى قـرارات الاسـتثمار وسياسـات التمويـل، عمان، دار الميسرة للنشر، 1997م.
- رضـوان، سـمير: أسـواق الأوراق الماليـة ودورهـا في تمويـل التنميـة الاقتـصادية، المعهـد العـالمي للفكـر الإسلامي، القاهرة، 1996م.
- رمضان، زياد، (1998م)، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، ط1، عمان: دار وائل.
- رواه أبو داود وابن ماجة وصححه بن حبان والحاكم – بلوغ المرام مع سبل الإسلام، الجزء الثالث،.
- الزبيدي، محمد مرتضى الحسيني، (ت 1205هـ = 1790م)، تـاج العـروس مـن جـواهر القـاموس، ط1، 23م، تحقيق: إبراهيم الترزي، راجعه: عبـد الـستار فـراج، مطبعـة حكومـة الكويـت، الكويـت، 1392هــ-1972م (رقم 16 ضمن سلسلة التراث العربي)، ج11.
- زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، (عمان: دار الصفاء للنشر، 1998م).
- السامرائي، سعيد عبود، (1980م)، القاموس الاقتصادي الحديث، ط1، بغداد: مطبعة المعارف.

- سانو، قطب مصطفى، (2001م)، المدخرات، أحكامها، طرق تكوينها، واستثمارها في الفقه الإسلامي، ط1، عمان: دار النفائس.
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999م.
- سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م).
- سمحان، حسين محمد، العمليات المصرفية الإسلامية، مطابع الشمس، عمان.
- السويلم، محمد، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي المصرفية، 2000م.
- سياسة الاستثمار في البنوك، مجلة البنوك، القاهرة، العدد 29، مايو/يونيو 2001م.
- سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1992م).
- سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1982م).
- السيد محمد عبد الغفار، دراسات في التمويل والإدارة المالية، القاهرة، دار النهضة العربية للنشر، ب.ت.
- السيد، زينب، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، م39، العدد1.
- الشراح، رمضان، ومحروس حسن، الاستثمار النظرية والتطبيق، ذات السلاسل، الكويت، 1999م.
- الشماع، أحمد، الجدوى الاقتصادية للمشروعات، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن 1993م.
- شوقي حسين عبد اللـه التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، 1980م).
- شوقي حسين عبد اللـه، أصول الإدارة، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1981م),
- شوقي حسين عبد اللـه، التمويل الإدارة مدخل حديث، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1971م).
- شوقي حسين عبد اللـه، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2007م).
- الصادق عبدالرحمن الغرياني. المعاملات في الفقه المالكي (أحكام وأدلة): بيروت، لبنان، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007م.

- صالح، فتح الرحمن علي محمد، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، 2000م.
- الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، 2006م).
- صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر،2012م.
- صلاحين، عبد المجيد، صناديق الاستثمار الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- صوان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر،عمان، 2001م.
- صيام، أحمد زكريا، (1997م)، مبادئ الاستثمار، ط1، عمان: دار المناهج.
- طارق خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر لتحليل (د ن – 1423هـ2003م).
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2007م).
- طنيب وعبيدات، محمد شفيق ومحمد إبراهيم، (1997م)، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، عمان: دار المستقبل.
- عادل مبروك محمد، مقدمة في الأسس العلمية والتطبيقية للإدارة المالية، د.ن، 2000م.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2006م).
- عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية، ج1، القاهرة: د ن،د ت
- عبد الحميد مصطفى أبو نعام، أساسيات الإدارة المالية، مدرسة إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، (د ن)، (د ت).
- عبد الستار غدة، بحث الفوارق التطبيقية بين المضاربة الفردية والمضاربة المشتركة، (القاهرة: 1986م).
- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، الخرطوم، ب.ن، 2004م.
- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، 2004م، (د ن).
- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، (د ن: 2004م).

- عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل ودراسات الجدوى، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2004م.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2007م).
- عبد الغفار حنفي، أساسيات التنظيم وإدارة الأعمال، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1997م).
- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الأولى 2002، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر الإسكندرية.
- عبد الغفار حنفي، حلول وتطبيقات في الإدارة المالية، التحليل المالي، بيروت، الدار الجامعية للنشر.
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2008م).
- عبد الغفار حنفي، عبد السلام قحف، التنظيم وإدارة الأعمال، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1998م).
- عبد الغفار يونس، تنظيم إدارة الأعمال، (طرابلس: مجموعة النيل العربية، 1999م).
- عبد الفاتح الصحن، عمر حنين، دراسات في المحاسبة المالية، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 1981م).
- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، أساسيات الإدارة المالية، خالد بن عبد العزيز السهلاري، (الشامل للطباعة والنشر)، 1430هـ 2009م.
- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: الشامل للطباعة والنشر، 2009م).
- عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة- عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002م.
- عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000م).
- عبدالرزاق رحيم جدي الهيتي. المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 1998م.
- العتيبي، أحمد، (1427هـ)، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط1.

- عثمان با بكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر (الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، 2002م)،
- عثمان هاشم السامرائي، الإدارة المالية – المدخل الكمي، عمان، دار زهران للنشر، 1997م.
- عدنان محمود العساف، عقد بيع السلم وتطبيقاته المعاصرة، جهينة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003م.
- عزالدين محمد الخوجة. فقه المعاملات الميسر بالأشكال التوضيحية والمشجرات، الطبعة الأولى، 1993م، الطبعة الثانية، 1995م.
- علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، عمان، مكتبة الرائد العلمية، 2002م.
- علي عباس، الإدارة المالية، مؤسسة زهران للطباعة والنشر، الجامعة الأردنية، 1994م.
- علي عثمان حامد، الرقابة المصرفية والشرعية على المصارف الإسلامية.
- علي محيي الدين القره داغي، السلم وتطبيقاته المعاصرة في السلع والمنافع والخدمات، دار البشائر الإسلامية.بيروت، لبنان، 2011م.
- عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: د.ن، 2006م).
- العنزي، عصام خلف،صناديق الاستثمار الإسلامّية والرقابة عليها، دراسة فقهية قانونية، رسالة جامعية، الجامعة الأردنية، 2004م.
- عوف محمد الكفراوي، الرقابة المالية النظرية والتطبيق، ط2، (الإسكندرية: مطبعة الانتصار، 2002م).
- عويس، عبد الحليم، "مشكلات الاقتصاد الإسلامي"، (عمان: دار الشرق الأوسط للنشر والتوزيع، 1999م).
- عيد الحليم كراجة، ياسر السكران، علي ربابعة، موسى مطر وتوفيق عبد الرحيم، الإدارة والتحليل المالي، أسس مفاهيم تطبيقات، عمان، دار صفاء للنشر، 2000م.
- فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، (الرياض: دار المريخ، د ت).
- فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عدنان داعستاني وأحمد نبيل عبد الهادي، السعودية: دار المريخ، 1993م.

- فيصل محمود الشواوده، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (عمان: دار وائل لنشر، 2008م).
- قحف، منذر: تعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة المجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990م.
- الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، (بيروت، لبنان: دار الكتب العلمية، الجزء الخامس.
- كامل المغربي وآخرون، أساسيات في الإدارة، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى 1995.
- كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، عمان، دار الميسرة، 1997م.
- مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، 2006م.
- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2008م).
- محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، (القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، 2004م).
- محمد توفيق محمد، علي إبراهيم طلبة، المراجعة والرقابة المالية، (القاهرة: الدار الهندسية عين شمس، د.ت).
- محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإداراتها، القاهرة، بدون ناشر، 1997م.
- محمد رفيق الطيب، مدخل للتسيير أساسيات وظائف وتقنيات، (الجزائر: ديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، 1995م).
- محمد سعيد عبد الفتاح، محمد فريد الصحن، الإدارة العامة، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1996م).
- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية – الاستثمار والتمويل – التحليل المالي، عمان، دار الحامد للنشر، 1998م.
- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، المنصورة، بدون ناشر، 1995م.
- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005م).

- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، 1999م).
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1999م).
- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية للأسهم والسندات، (الأردن: دار النفائس، 1999م).
- محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1990م).
- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني – الأساليب والاستخدامات، الأردن، عمان، دار وائل للنشر، د.ت.
- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، عمان، دار وائل للنشر، 2003م.
- محمد مطر، التحليل المالي والائتماني – الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، عمان، دار وائل للنشر، 2000م.
- محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، الرياض، جامعة الملك سعود، 1995م.
- محمود حسن صوان. أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، عمان، الأردن: دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2001م، المكتبة القومية بشارع ميزران.
- محمود صبح، الحرية المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، الطبعة الأولى، 1999م.
- مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، 2008م).
- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (القاهرة: الشكة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م).
- مروان شموه، كنجو عبود، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م)،
- مطر محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1999م.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، عمان، دار المستقبل للنشر، 2000م.

- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، 1997م).
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الاسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1997م.
- موسى عبد الرؤوف حامد، ورقة استثمار الوقف وكيفية تطويره.
- المومني، غازي، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2003م.
- مؤيد عبد الرحمن الدوري، أ. أنور الدين أديب أو زناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، عمان، دار وائل للنشر، 2003م.
- ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى (عمان: دار وائل للطباعة والنشر، 1999م).
- النجار، فريد، البورصات والهندسة المالية (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة)، 1998م/1999م.
- نظير رياض محمد الشحات، الإدارة المالية والعولمة، المنصورة، المكتبة العصرية، 2000م.
- هشام أحمد حسبو، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والمحاسبي، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1996م.
- هشام جبر، إدارة المصارف، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008م).
- همال سمية، سديرة حرية، دور الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المالية، مذكرة لنيل شهادة ليسانس 2006/2005، جامعة الجزائر.
- هندي إبراهيم، الفكر الحديث في محال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر1996م.
- هندي إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدّخرين، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر 1999م.
- الهنيدي، عدنان، وآخرون، المصارف الإسلامية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، 1995م.
- وليد ناجي الحيالي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، منهج علمي وعملي متكامل، عمان، مؤسسة العراق للنشر، 2004م.

ثانياً: المراجع باللغة الإنـجليزية:

- Fabozzi, F. J., "Bond Markets: Analysis and Strategies", 3rd ed., Prentice – Hall International, 1996, P91.

- Eales. Brian A., "Financial Engineering" McGraw–Hall, 2000/ 1st. ed., Macmillan Press Lt,: d2000 P11.

- Mohamed, S. Ebrahim: "Theory of Participating Term Certificates in Role of Rrivate & Public Sector in Economics Development in an Islamic Perspective".(July,1995), P27.

- Mohammed, Elbashir. The Islamic Bond Market: Possibilities & Challenges, International Journal of Islamic Financial Services, P3.

- Robert W. Kolb and Ricardo J. Rodriguez "Finanical Management" Massachusetts, Black-Well 2nd ed, 1996. P. 290.

- Party, S. Reny, (Swaps: A good Tools for Risk Management), Corporate Finance, 1996, P104.

- Tufano, Peter, "How Financial Engineering Can Advantage Corporate Strategy", Harvard Business Review, (Jan – Feb,1996), P2336.

الفهرس

هذا الكتاب

تعد الإدارة المالية من أهم الوظائف الإدارية بالمشروعات المختلفة وعلى الأخص في وقتنا الحاضر وتأتي أهميتها هذه من الدور الذي تلعبه في تنظيم أموال المشروع بطريقة أقرب ما تكون إلى دور القلب في تنظيم الدورة الدموية بالجسم.

فعلياً يمكن القول بأن الإدارة المالية تبدأ عملها منذ التفكير في تأسيس المشروع ثم تستمر في تأديته طيلة حياته بعد ذلك، لم لا؟! وقد أصبح ينظر إلى المشروعات بأنها أشبه بالكائنات الحية التي تنمو وتتطور بمرور الزمن معرضة من خلال حياتها إلى أزمات ونوبات بسبب الظروف الاقتصادية والاجتماعية المحيطة. الأمر الذي يستوجب قيامها بوضع الخطط الجيدة لمواجهة مثل تلك الظروف إن أراد الاستقرار والبقاء.

هذا بدوره يدعو بالدرجة الأولى إلى الاهتمام بشكل متزايد بكيفية إدارة المشروعات لأعمالها وإتباع الأساليب العلمية في ذلك وهو في حد ذاته أحد الأسباب وراء إعداد هذا الكتاب إضافة إلى الحاجة الماسة والنقص الشديد الذي تعاني منه المكتبة العربية في هذا المجال وعلى الأخص ما يتولى معالجة قضايا الإدارة المالية بطريقة تحليلية تواكب متغيرات العصر الحديث.

ولذا فإننا نضع بين أيدي قرائنا الأعزاء هذا الجهد المتواضع والذي يمثل محاولة بسيطة من قبل دكتورنا الفاضل البروفيسور محمد الفاتح للإسهام في تزويد المكتبة العربية بكتاب في ميادين الإدارة.

سائلين الله التوفيق والسداد للجميع ...

الناشر


9 789776 149243



82 شارع وادي النيل - القاهرة - مصر
تليفاكس : 33034561 - 01221734593
Email:m.academyfub@yahoo.com